

Tilburg University

Bedrijfseconomische aspecten van de vermogensaanwasdeling

Meijers, Henricus

Publication date:
1980

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Meijers, H. (1980). *Bedrijfseconomische aspecten van de vermogensaanwasdeling*. [, Tilburg University]. Stenfert Kroese.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

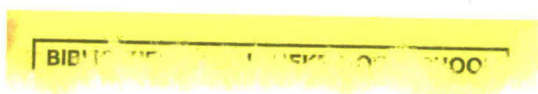
Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Bedrijfseconomische aspecten van de vermogensaanwasdeling

H. MEIJERS

Bedrijfseconomische aspecten van de vermogensaanwasdeling



Bedrijfseconomische aspecten van de vermogensaanwasdeling

PROEFSCHRIFT

TER VERKRIJGING VAN DE GRAAD VAN DOCTOR IN DE ECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN AAN DE KATHOLIEKE HOGESCHOOL TILBURG, OP GEZAG VAN
DE RECTOR MAGNIFICUS, PROF. DR. J. E. A. M. VAN DIJCK, IN HET OPENBAAR TE
VERDEDIGEN TEN OVERSTAAN VAN EEN DOOR HET COLLEGE VAN DECANEN
AANGEWEEZEN COMMISSIE IN DE AULA VAN DE HOGESCHOOL OP DONDERDAG 17
APRIL 1980 TE 16.00 UUR.

DOOR

HENRICUS MEIJERS,

geboren te Venlo.

Katholieke Hogeschool Tilburg	S.Nr. 803513
	Sig. 331.243 ECO 12.382
	UDC 331.243 + 658.155.2

1980

H. E. STENFERT KROESE B.V. – LEIDEN/ANTWERPEN

PROMOTOR: PROF. DR. S. E. DE JONG

ISBN 90 207 0963 1

D/1980/2525/12

© 1980 H. E. Stenfert Kroese B.V., Leiden/Antwerpen

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotocopie, microfilm of op welke andere wijze ook, zonder voorafgaande toestemming van de uitgever.

Voor alle kwesties inzake het kopiëren van een of meer pagina's uit deze uitgave: Stichting Reprorecht te Amsterdam.

Ondanks Betty, voor Betty

Voorwoord

Dit boek is het resultaat van een onderzoek dat ik in de afgelopen jaren in het kader van mijn functie als wetenschappelijk medewerker aan de economische faculteit van de Katholieke Hogeschool te Tilburg heb verricht.

Ik hoop hiermee een 'maatschappelijk relevant' wetenschappelijk onderzoek te hebben gedaan.

Grote dank ben ik allereerst verschuldigd aan mijn promotor, prof. dr. S. E. de Jong. Onder zijn leiding heb ik de eerste stappen op het pad van de wetenschap gezet, eerst als student-assistent, en later als wetenschappelijk medewerker. Met grote toewijding heeft hij de totstandkoming van dit proefschrift begeleid.

Daarnaast wil ik op deze plaats dank brengen aan prof. dr. H. W. J. Bosman, prof. dr. W. H. J. Reynaerts, prof. dr. L. Traas en mr. H. M. N. Schonis, die allen bereid waren een gedeelte van de tekst door te nemen en, vanuit hun specifieke deskundigheid, van commentaar te voorzien.

Veel dank ben ik ook verschuldigd aan mijn collega's drs. J. van der Hilst, drs. A. J. Schoorlemmer en vooral drs. P. J. W. Duffhues, die altijd bereid waren over tal van aspecten met mij van gedachten te wisselen.

Tot slot wil ik dank brengen aan E. A. Meijers-Millenaar en mej. A. van de Wiel voor hun hulp bij de correctie van de tekst.

Tilburg, december 1979,
H. Meijers

Inhoudsopgave

1. INLEIDING

- 1.1. Wat is 'vermogensaanwasdeling'? / 1
- 1.2. Een korte bespreking van de inhoud / 3

2. DE GESCHIEDENIS VAN DE VERMOGENSAANWASDELING IN NEDERLAND

- 2.1. Inleiding
- 2.2. Het voorstel van Romme en Van den Brink (1945) / 7
- 2.3. Een rapport van de Partij van de Arbeid (1951) / 10
- 2.4. De opvatting van de Katholieke Arbeidersbeweging (1952) / 11
- 2.5. Het voorstel van de vakcentrales (1964) / 12
- 2.6. De reactie van de werkgeversorganisaties (1965) / 17
- 2.7. Het antwoord van de vakcentrales (1966) / 21
- 2.8. Het advies van de Sociaal-Economische Raad (1968) / 24
- 2.9. De Interimnota Inkomensbeleid (1975) / 28
- 2.10. Het tweede SER-advies (1975) / 31
- 2.11. Het wetsontwerp van het kabinet-Den Uyl (1976) / 34
- 2.12. Het gewijzigde VAD-wetsontwerp (1977) / 40
- 2.13. Het compromis van Albeda tijdens de kabinetsformatie (1977) / 41
- 2.14. De wetsontwerpen van het kabinet-Van Agt-Wiegel (1978) / 42

3. DE VERMOGENSAANWASDELING IN ENKELE ANDERE LANDEN

- 3.1. Inleiding / 47
- 3.2. De regelingen in Frankrijk / 47
- 3.3. Het Duitse wetsontwerp op de vermogensaanwasdeling / 52

- 3.4. Een voorstel in Denemarken / 54
- 3.5. Enkele voorstellen in Engeland / 55
- 3.6. Een voorstel van de Zweedse vakbonden / 55
- 3.7. Conclusies / 57

4. DE KWANTIFICERING VAN DE BELANGRIJKSTE VAD-VOORSTELLEN VOOR EEN FICTIEVE REPRESENTATIEVE ONDERNEMING

- 4.1. Inleiding / 58
- 4.2. De basisgegevens / 58
- 4.2.1. De rentabiliteit van de op de beurs genoteerde ondernemingen / 58
- 4.2.2. De fiscale rentabiliteit / 60
- 4.2.3. De financiële structuur van de Nederlandse ondernemingen / 62
- 4.2.4. Indexcijfers betreffende de waarde-ontwikkeling van de activa / 63
- 4.2.5. De gegevens van een fictieve representatieve onderneming / 65
- 4.3. De opbrengst volgens de belangrijkste VAD-voorstellen / 66
- 4.4. Conclusies / 69

5. DE VAD-OPBRENGST VOOR HET GEHELE NEDERLANDSE BEDRIJFSLEVEN

- 5.1. De schatting van de VAD-opbrengst in het SER-advies uit 1975 / 71
- 5.2. De raming van de VAD-opbrengst volgens het wetsontwerp uit 1976 / 72
- 5.3. De VAD-opbrengst volgens het gewijzigde wetsontwerp uit 1977 / 74
- 5.4. De VAD-opbrengst volgens de wetsontwerpen uit 1978 / 78

6. DE NORMALE VERGOEDING OVER HET EIGEN VERMOGEN

- 6.1. Inleiding / 83
- 6.2. Enkele opvattingen in de literatuur / 84
- 6.3. De bepaling van de gewenste rentabiliteit / 92
- 6.4. De resultaten van enkele eerdere onderzoeken / 94
- 6.5. Een poging tot kwantificering van de vermogenskostenvoet in Nederland / 101
- 6.6. Conclusies m.b.t. de normale vergoeding zoals voorgesteld in de VAD-wetsontwerpen / 107

- 6.7. De invloed van de vermogensaanwasdeling op de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit / 109
- 6.8. De gewenste opbrengst voor de VAD-bewijzen / 114
- 6.8.1. De gewenste opbrengst voor de VAD-bewijzen in het voorstel van het kabinet Den Uyl uit 1977 / 114
- 6.8.2. De gewenste opbrengst voor de VAD-bewijzen uitgegeven krachtens het voorstel van het kabinet-Van Agt (1978) / 116

7. DE BEPALING VAN DE OVERWINST

- 7.1. Inleiding / 119
- 7.2. Overwinstbepaling, nominalisme en substantialisme / 121
- 7.3. Enkele opmerkingen bij de overwinstbepaling volgens de VAD-wetsontwerpen uit 1978 / 123
- 7.4. Toepassing op een voorbeeld / 126
- 7.5. De overwinst bij toepassing van de vervangingswaarde / 127
- 7.6. De invloed van de financiële structuur op de winstbepaling / 128
- 7.7. Nogmaals de instandhoudingsgedachte / 129
- 7.8. Een alternatieve berekening van de vermogensaanwas / 130
- 7.9. Samenvatting en conclusies / 132

8. OVERWINSTBEPALING EN INFLATIENEUTRALE BELASTINGHEFFING

- 8.1. Inleiding, de voorstellen van Hofstra / 135
- 8.2. De uitwerking van de regeling / 137
- 8.3. Inflatieneutrale VAD-berekening / 140
- 8.4. Samenvatting en conclusies / 144

9. DE OMVANG VAN DE VAD-UITKERING DOOR DE ONDERNEMING

- 9.1. Inleiding / 146
- 9.2. Enkele basisgegevens / 147
- 9.2.1. De hoogte van de normale vergoeding / 147
- 9.2.2. De rentabiliteit van het eigen vermogen / 148
- 9.2.3. De herwaardering van het eigen vermogen / 149
- 9.3. De omvang van de VAD-uitkering / 150
- 9.4. Conclusies / 157

10. DE INVLOED VAN DE VAD OP DE WAARDE VAN DE AANDELEN
 - 10.1. Inleiding, de waarde van de aandelen / 159
 - 10.2. Het model ter bepaling van de marktwaaarde bij aanwezigheid van een VAD-regeling / 160
 - 10.2.1. De marktwaaarde bij uitkering van de VAD in contanten / 160
 - 10.2.2. De marktwaaarde bij uitkering van de VAD in aandelen / 161
 - 10.2.3. De marktwaaarde bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen / 162
 - 10.2.4. De marktwaaarde bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen waarop de periodieke vergoeding voor 50 % geschiedt in nieuwe VAD-bewijzen / 163
 - 10.2.5. De marktwaaarde indien de helft van de VAD-uitkering fiscaal aftrekbaar is / 165
 - 10.2.6. De marktwaaarde indien een gedeelte van de VAD fiscaal aftrekbaar is / 166
 - 10.3. De VAD-aftdracht als percentage van het eigen vermogen / 168
 - 10.3.1. De VAD-aftdracht volgens het wetsontwerp uit 1977 / 168
 - 10.3.2. De VAD-aftdracht volgens het voorstel van Albada uit 1977 / 170
 - 10.3.3. De VAD-aftdracht volgens de wetsontwerpen uit 1978 / 170
 - 10.4. De endogene bepaling van de disconteringsvoet / 171
 - 10.5. De kwantificering van de invloed van de VAD op de waarde van de aandelen / 172
 - 10.5.1. De kwantificering voor het wetsontwerp uit 1977 / 172
 - 10.5.2. De kwantificering voor het compromis-Albada / 174
 - 10.5.3. De kwantificering voor de wetsontwerpen uit 1978 / 176
 - 10.6. Samenvatting en conclusies / 177
11. DE INVLOED VAN DE VAD OP DE FINANCIËLE STRUCTUUR VAN DE ONDERNEMING
 - 11.1. Het wetsontwerp van het kabinet-Den Uyl uit 1977 / 179
 - 11.2. Het compromis van Albada uit 1977 / 181
 - 11.3. De wetsontwerpen van het kabinet-Van Agt uit 1978 / 183
 - 11.4. Het relatieve belang van de VAD-gerechtigden na 25 jaar gemeeten in marktwaaarden / 184

12. SLOTOPMERKINGEN EN SAMENVATTING

- 12.1 Positieve effecten van de vermogensaanwasdeling / 187
- 12.2. De invloed van de VAD op de omvang van de investeringen / 188
- 12.3. De VAD als belasting / 189
- 12.4. Wie draagt de lasten van de VAD? / 191
- 12.5. De geschiedenis van de VAD in Nederland / 192
- 12.6. De bepaling van de overwinst / 193
- 12.7. De omvang van de VAD-afdracht door de onderneming / 194
- 12.8. De invloed van de VAD op de waarde van de aandelen en op de financiële structuur van de onderneming / 195
- 12.9. De VAD en de inflatieneutrale belastingheffing / 196
- 12.10. De VAD in een aantal andere landen / 196
- 12.11. De VAD-opbrengst voor alle ondernemingen te zamen / 197
- 12.12 Slotopmerking: heeft de invoering van een VAD zoals door de regering voorgesteld wel zin? / 198

LITERATUURLIJST / 200

SUMMARY / 207

1

Inleiding

1.1. WAT IS 'VERMOGENSAANWASDELING'?

Onder vermogensaanwasdeling (VAD) verstaan we het delen van de werknemers in de toename van het eigen vermogen van de ondernemingen. Uiteraard heeft dit slechts betrekking op de vermogenstoename die geschiedt uit de door de ondernemingen behaalde winsten. Doorgaans gaat men ervan uit dat de VAD dient te geschieden uit de winsten die refteren nadat de verscaffers van het eigen vermogen, de aandeelhouders, een redelijke ofwel 'normale' vergoeding hebben ontvangen over het door hen ingebracht eigen vermogen. De VAD wordt dan uitgekeerd ten laste van de 'overwinst'. Ervan uitgaande dat de winst het overschot is dat resteert nadat alle participanten in de onderneming een redelijke vergoeding hebben ontvangen, wordt deze overwinst door sommigen juist de winst genoemd.

Aangezien bij de VAD de werknemers delen in de aanwas van het vermogen van de ondernemingen kunnen we slechts over vermogensaanwasdeling spreken indien de aanspraken van werknemers op een deel van de overwinst niet in de vorm van contanten worden uitgekeerd. Geschiedt dit wel, dan is het beter te spreken over een (over-)winstdeling.

We definiëren de VAD derhalve als een regeling krachtens welke de werknemers een deel van de door de onderneming behaalde overwinst in de vorm van vermogenstitels krijgen uitgekeerd.

Niet iedereen hanteert een dergelijke strakke definitie. Zo stelt Reynaerts: 'Vermogensaanwasdeling kunnen wij dan ook omschrijven als een systeem waarbij aan de werknemers een rechtsaanspraak wordt toegekend op de overwinst van een onderneming.'¹ In een rapport van een studiecarnissie uit de drie vakcentralen, NVV, NKV en CNV, uit 1964 wordt wel uitgegaan van een

1. W. H. J. Reynaerts, Het investeringsloon als instrument van bezitsvormingsbeleid, Leiden, 1975, pag. 66.

enge definitie: 'Voor zover de werknemers een aandeel in deze overwinst verkrijgen in de vorm van contanten, is er in onze opvatting sprake van winstdeling. Wordt dit aandeel uitgekeerd in de vorm van vermogenstitels dan spreken we van vermogensaanwasdeling.'²

Slooff geeft in zijn proefschrift over de vermogensaanwasdeling een omschrijving van de vermogensaanwasdeling in enge en een in ruimere zin: 'Onder vermogensaanwasdeling is, tenzij anders wordt te kennen gegeven, te verstaan het in een bepaalde wettelijk of contractueel vastgelegde verhouding delen van de werknemers op grond van hun arbeidsverhouding tot een produktiegemeenschap, individueel of als collectiviteit, in het als vermogensaanwas ingehouden gedeelte van de overwinst. In enge zin houdt dit in, de ontvangst door werknemers van aanspraken op bedrijfsvermogen. In ruime zin kan men echter ook spreken van vermogensaanwasdeling wanneer de werknemers een bedrag in contanten uit de overwinst ontvangen, hetwelk zij uitsluitend voor duurzame belegging mogen bestemmen.'³

In het laatste geval is er ook sprake van vermogensvorming; weliswaar heeft dit niet tot gevolg dat het vermogen bij de onderneming waar de overwinst werd behaald zal toenemen, maar voor de werknemers is er wel sprake van een vermogenstoename.

Onder vermogensaanwasdeling in ruime zin verstaan we dus ook elke regeling krachtens welke de werknemers een deel van de overwinst in contanten krijgen uitgekeerd, mits deze uitkering in geblokkeerde vorm dient te worden gespaard.

Als alternatief voor de vermogensaanwasdeling wordt vaak het investeringsloon genoemd. Investeringsloon is een gedeelte van het loon dat de werknemer naast zijn gewone vrij besteedbare loon ontvangt, en dat in een geblokkeerde vorm dient te worden gespaard of belegd. In tegenstelling tot de vermogensaanwasdeling is er daarbij geen relatie tussen de door de onderneming behaalde winst en de omvang van de uitkering aan de werknemer. Het investeringsloon wordt ook wel aanbevolen als alternatief voor de vermogensaanwasdeling voor de werknemers bij instellingen zonder winstoogmerk. Ook de overheid zou aan de ambtenaren een investeringsloon kunnen uitkeren. We zullen daar in onze studie verder niet op ingaan.

2. Bezitsvorming door vermogensaanwasdeling, Rapport van een studiegcommissie uit de drie vakcentralen NVV, NKV, CNV, Utrecht, 1964, pag. 43.

3. F. L. G. Slooff, Vermogensaanwasdeling, Alphen aan den Rijn, 1969, pag. 3.

1.2. EEN KORTE BESPREKING VAN DE INHOUD

In deze studie worden enkele bedrijfseconomische aspecten van de vermogensaanwasdeling (VAD) besproken. Hoewel de VAD een instrument is dat in het kader van een inkomens- en bezitsvormingsbeleid kan worden gehanteerd, zullen wij geen aandacht schenken aan de macro-economische aspecten van de invloed van de VAD op de inkomens- en vermogensverdeling. Evenmin zullen we de invloed van de VAD op andere macro-grootheden zoals de spaarquote, het prijsniveau, de omvang van het investeringsvolume en de werkgelegenheid behandelen. Wel zullen we, in hoofdstuk 5, een schatting maken van de mogelijke totale VAD-opbrengst voor het Nederlandse bedrijfsleven indien de wetsontwerpen betreffende de VAD zoals die door de regering bij de Tweede Kamer zijn ingediend, aangenomen zouden worden.

Allereerst zullen we een beschrijving geven van de belangrijkste VAD-voorstellen die in Nederland na de Tweede Wereldoorlog zijn ingediend. Het accent zal daarbij liggen op een aantal bedrijfseconomische aspecten, met name op de wijze waarop de omvang van de VAD volgens de verschillende voorstellen wordt vastgesteld.

Naast deze beschrijving van de Nederlandse voorstellen zullen we ook de belangrijkste voorstellen en regelingen in een aantal andere Europese landen bespreken. Dit gebeurt in hoofdstuk 3.

In het vierde hoofdstuk vergelijken we de VAD-opbrengst volgens de belangrijkste Nederlandse voorstellen. We maken daarbij gebruik van de cijfers van een fictieve representatieve onderneming.

Aangezien de VAD dient te worden voldaan uit de door de ondernemingen behaalde overwinsten, schenken we veel aandacht aan de bepaling van deze overwinsten. In hoofdstuk 6 bespreken we de hoogte van de door de verschaffers van het eigen vermogen gewenste, ofwel de 'normale' vergoeding over het door hen in de onderneming geïnvesteerde vermogen. Daarnaast behandelen we ook de mogelijke invloed van de VAD op de door de verschaffers van het eigen vermogen gewenste rentabiliteit alsmede de hoogte van deze rentabiliteit voor de in het kader van een VAD-regeling uitgegeven zogenaamde VAD-bewijzen.

In hoofdstuk 7 gaan we in op de feitelijke bepaling van de overwinst. Uitgaande van een wetenschappelijk gefundeerd overwinstbegrip bespreken we de wijze van overwinstbepaling zoals die in de wetsvoorstellen betreffende de VAD is vastgelegd. Met name behandelen we de 'dubbeltellingen' die volgens sommigen bij de vaststelling van de overwinst op de wijze van de wetsontwerpen zouden worden gemaakt. We ontwikkelen ook een alternatief

overwinstbegrip, dat aan een aantal gesignaleerde bezwaren tegemoet komt. Later, in hoofdstuk 8, gaan we in op de consequenties voor de overwinstbepaling van de invoering van een inflatie-neutraal systeem van belastingheffing, zoals voorgesteld door prof. mr. H. J. Hofstra.

De mogelijke effecten van de verschillende systemen worden gekwantificeerd door ze toe te passen op de cijfers van de, reeds in hoofdstuk 4 geïntroduceerde, fictieve representatieve onderneming.

In hoofdstuk 9 bespreken we de omvang van de VAD-uitkering voor de onderneming volgens de drie meest recente Nederlandse voorstellen. Hierbij wordt de VAD-uitkering gerelateerd aan de voor de aandeelhouders beschikbare winst en aan het eigen vermogen van de onderneming. Besproken wordt de invloed van een aantal voor de omvang van de VAD belangrijke variabelen.

Hoofdstuk 10 handelt over de invloed van de VAD op de waarde van de aandelen. We gaan daarbij uit van de veronderstelling dat de waarde van de aandelen gelijk is aan de contante waarde van de uitkeringen die de aandeelhouders uit de aandelen kunnen verwachten. De mogelijke invloed van de VAD op deze waarde wordt uitgedrukt in een aantal algemene formules en toegepast op de drie meest recente VAD-voorstellen. De toepassing geschiedt voor de verschillende vormen waarin de VAD kan worden uitgekeerd en voor verschillende waarden voor een aantal bepalende variabelen.

Op dezelfde wijze wordt in hoofdstuk 11 de invloed van de VAD op de financiële structuur van de onderneming besproken. Met name wordt bepaald het aandeel van de VAD-gerechtigden in het eigen vermogen van de onderneming na 10 of 25 jaar. Dit aandeel wordt zowel bepaald als percentage van de intrinsieke waarde als van de marktwaarde van het eigen vermogen.

In hoofdstuk 12 tot slot maken we enkele slotopmerkingen en geven we een samenvatting van de belangrijkste conclusies.

De geschiedenis van de vermogensaanwasdeling in Nederland

2.1. INLEIDING

De discussie over winstdeling en bezitsvorming is al erg oud. Wij zullen ons in deze studie beperken tot de belangrijkste concreet uitgewerkte voorstellen die in Nederland na de Tweede Wereldoorlog op het gebied van de v.a.d. zijn gedaan.

In de eerste jaren na de oorlog stond de wederopbouw van het land centraal. Mede dank zij de geleide loonpolitiek waren de bedrijven toen in staat om grote winsten te behalen. De overheid stimuleerde de herinvestering van de behaalde winsten door het verlenen van belastingfaciliteiten en door het aan banden leggen van de dividenduitkeringen. Hierdoor ontstond een grote kapitaalaccumulatie bij de bedrijven. Het eigendom daarvan berustte vanwege de bestaande juridische structuur uitsluitend bij de eigenaren van de ondernemingen. Dit gebeurde ondanks het feit dat de werknemers daaraan hadden mee betaald via de lage lonen en de, relatief, hoge prijzen die zij als consumenten voor de produkten moesten betalen. Het is derhalve niet verwonderlijk dat er stemmen opgingen om de werknemers in de vermogensaanwas van de bedrijven te laten delen.

Reeds in 1948 werd door de minister van Sociale Zaken de Commissie Bezitsspreiding geïnstalleerd. Deze commissie bracht in 1952 advies uit over het vraagstuk van de winstdeling¹, in 1955 over bevordering van bezitsvorming door sparen², en in 1958 over het vraagstuk van de aandeelhoudersrechten van werknemers.³ De commissie wees een wettelijke verplichting tot winstdeling af. Wel heeft de overheid, op basis van haar rapporten, in de loop van de tijd een aantal bezitsvormende maatregelen genomen. Dit waren met name de Jeugdspaarwet van 1958, de Premiespaarre-

1. Commissie Bezitsspreiding, Het vraagstuk der winstdeling, Den Haag, 1952.

2. Commissie Bezitsspreiding, Bevordering van bezitsvorming door sparen, Den Haag, 1955.

3. Commissie Bezitsspreiding, Aandeelhoudersrechten van werknemers, Den Haag, 1958.

geling Rijksambtenaren van 1960, de Wet Premiespaarregelingen en Winstdelingsspaarregelingen voor werknemers uit 1962, de Wet Fiscale Faciliteiten voor Bezitsvorming m.b.t. Effecten uit 1963, de Algemene Premiespaarwet uit 1966, de Wet tot instelling van een Bezitsvormingsfonds uit 1971, en de Wet houdende begeleiding van Spaarloon op het terrein van belasting- en premieheffing uit 1973.

In 1964 verscheen een rapport van een studietoelating uit de drie vakcentrales⁴ waarin opgenomen een plan om de werknemers te laten delen in de overwinst van de ondernemingen. In 1965 verscheen een rapport van het Centraal Planbureau⁵ over de mogelijke macro-economische gevolgen van de invoering van een systeem van Vermogensaanwasdeling. Als antwoord op het rapport van de vakcentrales verscheen, eveneens in 1965, een rapport van de Raad van Nederlandse Werkgeversverbonden,⁶ waarop de vakcentrales weer reageerden door middel van een rapport getiteld: 'Van Antwoord Dienend'.⁷

In 1965 vroeg de minister van Sociale Zaken en Volksgezondheid over de problematiek van de vermogensaanwasdeling advies aan de Sociaal-Economische Raad, die in 1968 met een, verdeeld, advies kwam.⁸ Hierna werd er enkele jaren weinig of niets meer vernomen over de vermogensaanwasdeling.

Pas in 1975 kwam de vermogensaanwasdeling weer, met het verschijnen van de Interimnota Inkomensbeleid van de regering,⁹ in het centrum van de belangstelling te staan. Reeds in oktober 1974 had de toenmalige premier Den Uyl laten weten dat de regering binnen niet al te lange tijd zou komen met een wettelijke regeling betreffende winst- en vermogensaanwasdeling. Ten gevolge van de oliecrisis en de daarna volgende economische recessie vond er een loonmatiging plaats. De vakbonden wilden echter voorkomen dat er daardoor excessief hoge winsten bij bepaalde bedrijven zouden ontstaan en wilden derhalve komen tot een afroeping van deze winsten. De vermogensaanwasdeling zou een middel daartoe kunnen zijn. De interimnota

4. Bezitsvorming door vermogensaanwasdeling, Rapport van een studietoelating uit de drie vakcentrales NKV, NVV, CNV, Utrecht, 1964.

5. Centraal Plan-Bureau, Vermogensaanwasdeling: institutionele en kwantitatieve aspecten, Bijlage bij de Memorie van Toelichting op het wetsontwerp van de Algemene Premiespaarwet, Den Haag, 1965.

6. Wegen naar bezitsvorming, Rapport van een commissie van de raad van Nederlandse Werkgeversverbonden, 1965.

7. Van Antwoord Dienend, kritiek en repliek, Studietoelating uit de drie vakcentrales NVV, NKV, CNV, Utrecht, 1966.

8. Sociaal Economische Raad, Advies inzake de vermogensaanwasdeling en andere instrumenten van bezitsvormingsbeleid, Den Haag, 1968.

9. Interimnota Inkomensbeleid, Den Haag, 1975.

werd gevolgd door een nieuw advies van de SER¹⁰ en een wetsvoorstel in 1976.¹¹ Op dit voorstel kwamen vele reacties en veel kritiek, die gedeeltelijk werd verwerkt in het gewijzigde wetsvoorstel van januari 1977.¹² Vlak voordat dit voorstel in de Tweede Kamer zou worden behandeld, viel het kabinet-Den Uyl. Gedurende de kabinetsformatie na de verkiezingen in 1977 werd er onder leiding van formateur Albeda nog een compromis bereikt over een herzien wetsvoorstel, maar door het mislukken van de formatiepoging is dit voorstel nooit uitgevoerd. Het kabinet-Van Agt-Wiegel trok het oude wetsvoorstel in en kwam met twee nieuwe voorstellen, een voor een individuele vermogensaanwasdeling,¹³ en een voor een collectieve vermogensaanwasdeling.¹⁴ Deze voorstellen werden resp. in mei en oktober 1978 bij de Tweede Kamer ingediend.

2.2. HET VOORSTEL VAN ROMME EN VAN DEN BRINK (1945)

Als de geestelijke vaders van de vermogensaanwasdeling worden wel genoemd C. P. M. Romme en J. R. M. van den Brink, die reeds in de zomer van 1945 een boekje publiceerden waarin opgenomen was een voorstel voor een landelijk systeem van winstdeling.¹⁵ Zij betogen in dit geschrift o.a.: 'Opheffing van het proletariaat, d.i. opheffing van de bezitloosheid van de massa des volks, is echter, zonder in panacee-ideeën te vervallen, een van de belangrijke naoorlogsche opgaven te noemen. Vermogensvorming door de bezitlozen is een eisch der gerechtigheid.'¹⁶ In verband met de toestand van het land achten zij vermogensvorming op grote schaal noodzakelijk. Maar: 'Deze vermogensvorming zal echter niet alleen voldoende en kwalitatief juist geproportioneerd moeten zijn, doch ook de verdeling van het nieuw te vormen vermogen zal gerechtigt moeten geschieden.'¹⁷

De noodzakelijke vermogensvorming zal echter slechts mogelijk zijn door het doen van besparingen. Het reële loonpeil zal daartoe echter niet

10. Sociaal Economische Raad, Advies inzake de door de regering voorgestelde vermogensaanwasdeling, Den Haag, 1975.

11. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1975-1976, 13965 no. 2.

12. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 9.

13. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1977-1978, 15007 no. 2.

14. Interimwet belasting op vermogensaanwas en collectieve vermogens aanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1978-1979, 15316 no. 2.

15. C. P. M. Romme en J. R. M. van den Brink, *Verbreiding van Privaat-Eigendom*, Amsterdam, 1945.

16. T.a.p. pag. 6.

17. T.a.p. pag. 7.

voldoende zijn. Een loonsverhoging met het doel om de besparingen toch mogelijk te maken, wordt door de schrijvers afgewezen: 'Wanneer echter een algemene loonsverhoging, van wege de ongewenste kostenstijging die hiervan het gevolg zou zijn, met klem van de hand moet worden gewezen, dan zal vermogensvorming door werknemers slechts economisch verantwoord kunnen geschieden uit het waardeoverschot, dat boven de kosten is gelegen: de winst. Wil vermogensvorming door arbeiders tot stand komen, dan zal de deelname der werknemers in de winst massaal moeten worden georganiseerd.'¹⁸

Volgens de schrijvers bestaat er geen economische rechtvaardiging op basis waarvan de arbeiders geen recht zouden hebben op een deel van de winst. Zij trekken de volgende drie conclusies:

- 'a. Er bestaat verband tusschen de waarde van den arbeid voor de onderneming en de vraag naar arbeidskrachten.
- b. De waarde van den arbeid kan in de werkelijkheid echter niet met behulp van economische maatstaven quantitatief exact worden bepaald. In feite vindt slechts een, o.a. van toevallige marktverhoudingen afhankelijke benadering plaats.
- c. De waarde van den arbeid voor de onderneming kan boven of beneden het geldende marktloon zijn gelegen. Het is echter niet mogelijk, met behulp van economische maatstaven de bijdrage van ieder der productiefactoren in de winst of ieders aandeel in het verlies quantitatief exact vast te stellen.'¹⁹

Het zal duidelijk zijn dat op grond van bovenstaande argumenten niet te bepalen is wat het rechtvaardige aandeel van de arbeider in de winst is. 'Men kan niet zonder meer zeggen, dat een kwart, de helft of drie kwart van de winst aan de arbeiders behoort toe te vloeien, evenmin als men kan zeggen, dat steeds een kwart, de helft of drie kwart van de aarde door het blanke ras behoort te worden bewoond.'²⁰ Omtrent de wenselijkheid om de winstdeling verplicht in te voeren, laten de schrijvers geen enkele twijfel bestaan: 'Wil deelneming in de winst door arbeiders een maatschappelijke verbetering van reële betekenis zijn, dan dient zij massaal plaats te vinden. Wordt zij slechts incidenteel ingevoerd, dan ontstaat, ten eerste geen sociale verbetering van betekenis, en, ten tweede, worden uitzonderingsposities gevestigd, die een

18. T.a.p. pag. 8.

19. T.a.p. pag. 14 en 16.

20. T.a.p. pag. 19.

bron van sociale onrust kunnen vormen. Het is daarom noodig, dat deelneming in de winst verplicht worde ingevoerd.²¹ Over de verdeling van het winstaandeel van de arbeiders schrijven zij: 'Teneinde de gedachte van "equal pay for equal work" zoveel mogelijk recht te doen wedervaren, lijkt het juist den arbeider deelgerechtigd te doen zijn in de totale winst van de gezamenlijke ondernemingen in denzelfden bedrijfstak, en hem daarbij een zekere preferentie te geven voor zoover hij behoort tot een onderneming, die tot de totale winst heeft bijgedragen. Deze preferentie zal dan grooter dienen te zijn, naarmate de arbeid voor het ondernemingsresultaat van meer betekenis is geweest.'²² Men denkt aan het volgende schema: voor de gehele bedrijfstak wordt een zelfde percentage van de winst aan de arbeiders uitgekeerd. Allereerst ontvangen de arbeiders uit het winstaandeel van de eigen onderneming een bepaald percentage over hun arbeidsloon. Dit percentage kan men laten variëren met de hoogte van het loon. Hetgeen daarna resteert, wordt te zamen met de overschotten van de overige tot de bedrijfstak behorende ondernemingen 'gepooled', en vervolgens op een bepaalde wijze over alle arbeiders in de betrokken bedrijfstak verdeeld. Een dergelijke winstpooling brengt de noodzaak met zich mee van een uniformering van de winstberekening per bedrijfstak. De schrijvers achten de daarmee gepaard gaande moeilijkheden echter niet onoverkomelijk.

Voor zover de winst niet door de onderneming wordt uitgekeerd, moet aan de arbeiders een recht worden toegekend op het niet uitgekeerde winstdeel. Dit betekent dat de arbeiders dan in de toekomst recht krijgen op dat gedeelte van de te behalen winsten dat overeenkomt met de verhouding tussen het niet uitgekeerde arbeiderswinsttaandeel en het totale aandelenkapitaal plus reserves. Deze winstaanspraken dienen te worden ondergebracht in een voor elke bedrijfstak te vormen 'arbeiderswinstfonds'. Eventueel kunnen de arbeiderswinstfondsen van de verschillende bedrijfstakken in een 'holding company' ondergebracht worden teneinde het kapitaalrisico voor de arbeider te beperken. De in contanten uit te keren winstdelen dienen bij een 'arbeiderswinstbank' te worden gestort, welke bank verbonden kan zijn met de boven beschreven holding company. De winstaanspraken blijven geblokkeerd behoudens speciale omstandigheden, zoals aankoop eigen woning, overlijden en pensionering. Een dergelijk winstdelingssysteem werkt uiteraard discriminerend ten gunste van het vaste-rentedragende vermogen. Dit zou men kunnen corrigeren door ook aan de verschaffers van het eigen

21. T.a.p. pag. 26.

22. T.a.p. pag. 28.

vermogen een zekere vaste rente te garanderen, maar deze methode zal 'aan de praktische betekenis der winstdeeling groote afbreuk doen'.²³ De juistheid van deze uitspraak zal o.a. in hoofdstuk 4 blijken. Het bezit van kapitaal door de arbeiders brengt uiteraard ook zeggenschapsaspecten met zich mee. De schrijvers zijn geen voorstander van het, via deelname in het kapitaal, toekennen van zeggenschap aan de arbeiders: 'In dit verband dient toch wel te worden opgemerkt, dat men de medezeggenschap principieel behoort te regelen: men geve den arbeider medezeggenschap niet in de eerste plaats als kapitaalverschaffer, maar juist als arbeider. B.v. men neme, als eerste stap, in den Raad van Commissarissen een vertegenwoordiger der arbeiders op, en regele de bevoegdheden van dit college zoo, dat in feite medezeggenschap kan worden uitgeoefend.'²⁴ Dit zijn wel zeer opmerkelijke uitspraken die reeds in 1945 werden gedaan.

2.3. EEN RAPPORT VAN DE PARTIJ VAN DE ARBEID (1951)

In 1951 verschijnt een rapport van de plancommissie van de P.v.d.A.²⁵ In dit rapport wordt een ondernemings- of bedrijfstakgebonden winstdeling, zoals door Romme en Van den Brink voorgesteld, afgewezen. Het volgende citaat spreekt voor zich: 'De door Romme en Van den Brink aangegeven weg van het bedrijfstaksgewijze vormen van aanspraken van arbeiders op de in de bedrijfstak gemaakte winsten, moet onjuist en onrechtvaardig worden geacht. Immers de vraag of in een bedrijfstak winsten worden gemaakt hangt in zeer grote mate af van omstandigheden die deze bedrijfstak zelf niet in de hand heeft doordat loonpolitiek en prijspolitiek uitermate belangrijke elementen zijn geworden. Daarom verdient, bij het overwegen van een systeem voor het vergroten van de arbeidersaanspraken op het totale maatschappelijke produkt, voorkeur gegeven te worden aan een stelsel, dat de winsten van alle bedrijven als één geheel beschouwt. Bij het hanteren van het huidige fiscale winstbegrip zou b.v. van hetgeen na aftrek van de belasting die van de winst geheven wordt, en na vergoeding van een normale rente op het kapitaal, overblijft, een derde deel als arbeidersaanspraak kunnen worden aangewezen. Bij het kleinbedrijf zou natuurlijk een reële beloning van de ondernemingsarbeid, vooraf bepaald, vrij moeten blijven van deze verdeling.

23. T.a.p. pag. 43.

24. T.a.p. pag. 34.

25. De weg naar de vrijheid, een socialistisch perspectief, Rapport van de plancommissie van de P.v.d.A., 1951.

Eénmanszaken vallen uiteraard buiten deze regeling.²⁶ Hier vinden we dus een duidelijke keuze voor een winstdeling uit de zgn. 'overwinst', zijnde de winst na aftrek van een normale vergoeding over het eigen vermogen. Niet duidelijk is of deze vergoeding uitsluitend een rentevergoeding betreft, of dat er ook een risico-opslag bij inbegrepen is.

Ook de plancommissie van de P.v.d.A. is vóór blokkering van de aanspraken: 'Bij de huidige noodzaak van besparingen – uitgangspunt voor het laag houden van de lonen bij de geleide loonpolitiek – kan van een uitdeling geen sprake zijn. De aanspraken zullen dus moeten worden gegoten in de vorm van niet direct te realiseren rechten.'²⁷ Het beheer van de arbeiders-winst aandelen zou kunnen worden opgedragen aan de Herstelbank. De aanspraken zouden kunnen worden verdeeld door aan alle werknemers boven de 21 jaar een deel te geven, evenredig aan hun loon. Hierbij zou dan een maximum kunnen gelden, bijv. de loongrens die geldt voor de ziekwet. Werknemers met een hoger loon krijgen dan slechts de aanspraken die behoren bij deze loongrens. Slechts onder bepaalde voorwaarden zouden de aanspraken mogen worden overgedragen, bijv. aan de overheid. Zij kunnen worden gebruikt om de inkomensteruggang bij pensionering te overbruggen. Het geschetste standpunt vertoont veel gelijkenis met het huidige standpunt van de P.v.d.A., die ook nu een individuele VAD-regeling afwijst.

2.4. DE OPVATTING VAN DE K.A.B. (1952)

In 1952 laat ook de Nederlandse Katholieke Arbeidersbeweging zich uit over de problematiek van de bezitsvorming en de winstdeling.²⁸

Men stelt daarbij dat de bezitsvorming gerealiseerd dient te worden door de arbeiders een aandeel in de investeringen te geven. Er worden daarbij twee systemen onderscheiden: een collectieve investeringsdeling, zoals voorgesteld door de plancommissie van de P.v.d.A., waarbij de werknemers via een nationaal investeringsfonds een aanspraak krijgen evenredig aan hun loon, welke aanspraken collectief worden beheerd en waarbij er geen band is tussen het aandeel van de werknemer en het bedrijf waar hij werkt, en een individuele

26. T.a.p. pag. 45.

27. T.a.p. pag. 45.

28. De aanspraak der arbeiders op een aandeel in de investeringen, Rapport van de commissie ingesteld door het wetenschappelijk adviesbureau van de Nederlandse Katholieke Arbeidersbeweging, Utrecht, 1952.

investeringsdeling, waarbij er verband bestaat tussen de winst en de werknemers van een bepaalde onderneming, gepaard gaande aan een grotere beheers- en beschikkingsmacht van de werknemers over hun winstaandeel en handhaving van de mogelijkheid van de onderneming tot interne financiering. Ter vermijding van een consumptieve aanwending van de investeringsdeling dient men de arbeiders slechts een beperkte beschikkingsmacht over hun aandeel te geven. De K.A.B. geeft de voorkeur aan het individuele systeem van investeringsdeling.

Deze investeringsdeling zou kunnen komen uit twee verschillende bronnen: een loonsverhoging, speciaal bestemd voor de financiering van investeringen (vergelijk het later door de vakcentrales voorgestelde investeringsloon) of een nader te bepalen deel van de winst van de onderneming. Bij een geblokkeerde loonsverhoging zou er een nadelig effect op de werkgelegenheid kunnen ontstaan. De K.A.B. kiest voor het alternatief van de winstdeling, waarbij men voor de werknemers van diensten en bedrijven die niet naar winst streven (bijv. de overheid) de voorkeur geeft aan een geblokkeerde loonsverhoging.

De overdracht van de aanspraken kan naar keuze van de onderneming geschieden in contanten of in stukken die recht geven op een deel van de gereserveerde winst, zoals aandelen, obligaties, commanditaire kapitaaldeelname of schuldbekentenissen. Toch kiest men niet uitsluitend voor een individueel systeem. Immers het grootste deel van de aanspraken zou rechtstreeks ten goede dienen te komen aan de werknemers in de betreffende onderneming, maar een klein gedeelte zou via een bedrijfswinstfonds toe kunnen komen aan alle arbeiders in de betreffende bedrijfstak. Dit laatste echter alleen indien de betreffende organisaties van werknemers en werkgevers ermee akkoord gaan. Anders zou er alleen een individuele regeling dienen te komen.

2.5. HET STANDPUNT VAN DE VAKCENTRALES (1964)

Het standpunt van de K.A.B. in 1952 vertoont veel gelijkenis met het rapport van een commissie uit de drie vakcentrales uit 1964.²⁹ In deze studie werd aangetoond dat de naoorlogse vermogensaanwas voornamelijk ten goede is gekomen aan de eigenaren van de ondernemingen, i.c. de aandeelhouders, en

29. Bezitsvorming door Vermogensaanwasdeling, Rapport van een studiegcommissie uit de drie vakcentrales NVV, NKV en CNV, Utrecht, 1964.

dat met name de lager betaalde werknemers geen aandeel hierin hebben gekregen. 'De vakcentrales achten de bestaande, onverminderd voortdurende vermogensongelijkheid één der zorgwekkende problemen van onze samenleving.'³⁰ Vermogensaanwasdeling wordt beschouwd als een middel om in deze situatie verandering te brengen. 'Onder vermogensaanwasdeling zal verstaan worden een deling van de werknemers in de uit de winst verkregen toeneming van het ondernemingsvermogen: deze vermogensaanwas wordt in vele gevallen weer in het bedrijf geïnvesteerd. De consequentie daarvan is dat men deze aanwas dan niet in de vorm van contant geld aan de werknemers kan uitkeren, doch slechts in de vorm van vermogensaanspraken.'³¹

Vermogensaanwasdeling hoeft niet wettelijk verplicht te worden gesteld. Vermogensaanwasdelingsregelingen kunnen gezien worden als een bijzonder element van de arbeidsvoorwaarden en als zodanig opgenomen worden in collectieve arbeidsovereenkomsten, dan wel in andere aparte overeenkomsten met een privaatrechtelijk karakter.

Een vermogensaanwasdelingsregeling dient aan enkele voorwaarden te voldoen:

- het aan de werknemersgroep toevallende deel van de vermogensaanwas moet van niet te geringe omvang zijn; en
- dit deel dient in de vermogenssfeer te blijven, waarbij het proces van de interne financiering niet onnodig verstoord wordt.

De vermogensaanwasdeling dient te geschieden uit het financiële nettore-sultaat dat de onderneming in een bepaald jaar heeft behaald, d.w.z. uit de overwinst. Bij de vaststelling daarvan dient volgens de commissie rekening te worden gehouden met alle kosten die door de onderneming moeten worden gemaakt ter verzekering van het voortbestaan ervan, met inbegrip van:

- de afschrijvingen op vervangingsbasis, waaruit de onderneming de door technische en economische slijtage onbruikbaar geworden bedrijfsmiddelen moet vernieuwen.
- de reserveringen met een voorzieningskarakter, die gedaan worden om reëel te verwachten kosten te bestrijden.
- een rente- en risicovergoeding voor degenen die in de onderneming vermogen hebben vastgelegd; men kan zich voorstellen dat hiervoor een redelijk percentage wordt genomen van het reële in de onderneming belegde vermogen (nominaal kapitaal plus open reserves).
- het ondernemersloon, zijnde de redelijke beloning voor de door de on-

30. T.a.p. pag. 5.

31. T.a.p. pag. 9.

dernemer gepresteerde arbeid. Hieronder vallen eveneens de door de onderneming betaalde tantièmes, alweer voor zover deze beschouwd kunnen worden als een redelijke vergoeding van geleverde arbeid.

- de te betalen belastingen, bijvoorbeeld de vennootschapsbelasting die door naamloze vennootschappen moet worden betaald over de gemaakte winst.³²

Hier vinden we dus een gedetailleerde overwinstdefinitie. Op dezelfde pagina wordt door de commissie nog eens het begrip vermogensaanwasdeling gedefinieerd: 'Voor zover de werknemers een aandeel in deze overwinst verkrijgen in de vorm van contanten, is er in onze opvatting sprake van winstdeling. Wordt dit aandeel uitgekeerd in de vorm van vermogenstitels dan spreken we van vermogensaanwasdeling. De begrippen vermogensaanwasdeling en winstdeling gaan dus uit van een zelfde grondgegeven: de door de onderneming behaalde overwinst.'

Bij de bepaling van de winst zou een uitzondering gemaakt kunnen worden voor winsten die voortvloeien uit niet direct aan het bedrijf gebonden activiteiten, zoals het tijdelijk beleggen van geld in aandelen of obligaties van andere ondernemingen. Ook zouden winsten uitgezonderd kunnen worden die voortvloeien uit een deelneming in een andere onderneming of uit dochterbedrijven in het buitenland.³³

De vaststelling van het aan de werknemers toevallende deel van de overwinst zou gekoppeld kunnen worden aan de dividenduitkering. Deze methode wordt afgewezen omdat er geen verband hoeft te bestaan tussen de door de onderneming behaalde winst en het dividendpercentage. Het verdient dan ook de voorkeur de uitkering te koppelen aan de winst van de onderneming. Er resteren dan echter nog twee problemen: op welke wijze dient het jaarlijkse winstbedrag te worden vastgesteld, en welk deel van de winst komt toe aan de werknemers?

Over de laatste vraag zegt de commissie dat het antwoord daarop moet worden gevonden in onderhandelingen, die over dit onderwerp tussen werkgevers en werknemers in de verschillende ondernemingen en bedrijfstakken moeten worden gevoerd. De wijze waarop de winstvaststelling moet geschieden kan verschillend zijn, maar een voorwaarde daarbij is dat er controle mogelijk moet zijn. Vaststelling met behulp van de commerciële jaarstukken heeft als bezwaar dat deze in veel gevallen veel te summier en te ondoorzichtig

32. T.a.p. pag. 43.

33. T.a.p. pag. 44.

zijn. 'De onderneming is tot op heden nagenoeg vrij in de wijze waarop ze haar financiële resultaat berekent en publiceert.'³⁴ Hoewel er sinds de komst van de Wet op de Jaarrekening van ondernemingen hierin wel enige verbetering is gekomen, is dit een bezwaar dat naar onze mening nog steeds geldt. Een andere methode is de vaststelling met behulp van de fiscale jaarstukken. Deze zijn aan nauwgezette en nauwkeurige voorschriften gebonden. Het fiscale winstbegrip komt echter niet overeen met de eerder door de commissie ten behoeve van de vermogensaanwasdeling gedefinieerde winst. Met name is het fiscaal mogelijk om de gemaakte winst te verminderen met de zogenaamde investeringsaftrek (deze is in 1978 vervangen door de WIR-premies). Ook is de fiscus niet bereid om de rentevergoeding over het eigen vermogen te beschouwen als een kostenfactor. Bovendien zijn de fiscale afschrijvingen gebaseerd op de historische kostprijs, en niet op de vervangingswaarde van het produktiemiddel. Naar de mening van de commissie kunnen de fiscale jaarstukken echter zonder al te veel moeite hiervoor gecorrigeerd worden zodat zij een uitstekende basis zouden vormen voor de vaststelling der werknemersvermogensaanspraak.

'Een klein nadeel van het gebruik der fiscale winstcijfers als basiscijfer blijft het feit, dat het jaren kan duren voor en aler het cijfer definitief vastgesteld wordt. Ook met voorlopige cijfers is echter te werken, waarbij dan zo nodig de winstbedragen van latere jaren gecorrigeerd kunnen worden voor eerder gemaakte fouten.'³⁵ Op het probleem, dat naast de fiscale winst ook het fiscale vermogen wel eens geen juist beeld kan vormen van het werkelijke aanwezige eigen vermogen, gaat de commissie verder niet in.

De vermogensaanwasdeling zou door de onderneming in de vorm van aandelen overgedragen dienen te worden aan een beleggingsfonds van werknemers, een zgn. Sociale Beleggingsgemeenschap (SBG), welke daartegen aan de betrokken werknemers participatiebewijzen kan uitgeven. Het verdient de voorkeur zgn. open SBG's op te richten, waarbij meerdere ondernemingen de werknemersaandelen aan één SBG kunnen overdragen, waardoor er een betere risicospreiding kan worden bereikt. De verdeling van de aanspraken over de verschillende werknemers van een onderneming zou zoveel mogelijk gelijk dienen te zijn. Zou men toch kiezen voor een koppeling aan bijv. het salaris, dan verdient het aanbeveling de verschillen te beperken tot bijv. een verhouding van 1 op 2. Dit kan men bereiken door het toepassen van degressieve percentages. Een andere mogelijkheid is om de hoogte van de uitkering mede

34. T.a.p. pag. 48.

35. T.a.p. pag. 48-49.

te baseren op het aantal dienstjaren van de betrokkene.³⁶

Voor de op de beurs genoteerde ondernemingen kan als waarde van de uit te keren aandelen de beurswaarde worden genomen. Bij niet op de beurs genoteerde ondernemingen zou men de waarde van de aandelen kunnen bepalen door dividend- of winstkapitalisatie, óf m.b.v. de reële waarde van de onderneming (mogelijk te schatten door de verzekerde waarde te nemen) óf de som van het nominale kapitaal en de open reserves. Mochten er bij een besloten N.V. bezwaren bestaan tegen het uitgeven van aandelen, dan kunnen daarvoor in de plaats bijv. ook (winstdelende) obligaties worden uitgegeven.

Bij de persoonlijke onderneming zou de overwinst kunnen worden bepaald door de winst uit onderneming te verminderen met:

- een redelijke vergoeding voor de door de ondernemer gepresteerde ondernemersarbeid.
- een redelijke vergoeding over het door hem in de onderneming geïnvesteerde kapitaal, en
- het belastingbedrag dat geheven zou zijn indien de onderneming in de vorm van een N.V. zou zijn gedreven.

De vermogensaanwasdeling zou aan de SBG kunnen worden overgedragen in de vorm van contanten of door afgifte van een schuldbekentenis. Ook zou de betaling kunnen geschieden m.b.v. het zgn. investeringsloon. 'Hieronder wordt verstaan een loondeel dat boven het normale loon aan de werknemer wordt toegekend, doch niet aan hem uitbetaald. In plaats daarvan wordt het voor hem op een rekening geplaatst: men kan zich voorstellen dat de SBG's daartoe de mogelijkheid openen. Zodra de op die rekening geplaatste som tot een zeker bedrag is aangegroeid, wordt aan de betrokken werknemers een participatiebewijs in de SBG toegekend. Het nadeel van dit investeringsloon is gelegen in de prijsverhogende werking die het kan hebben.'³⁷

Ook bij de overheidsbedrijven zou een vermogensaanwasdeling via de SBG's mogelijk zijn. Voor die overheidsbedrijven die duidelijk niet op winst gericht zijn en voor de grote groepen overheidsdienaren wier werk op geen enkele wijze in verband gebracht kan worden met vermogensaanwas zou men kunnen denken aan het investeringsloon, of aan het storten van obligaties (door de overheid) in een SBG.

Uit een oogpunt van bezitsvorming en ter voorkoming van een consumptieve aanwending van de winstuitkering dienen de mogelijkheden tot verzilver-

36. T.a.p. pag. 52.

37. T.a.p. pag. 52.

ring en overdracht van de participatiebewijzen te worden beperkt, bijvoorbeeld door slechts verzilvering toe te staan van participatiebewijzen die reeds een bepaald aantal jaren uitstaan. Uitkeringen aan de werknemers in de vorm van aandelen dienen evenals uitkeringen in de vorm van contanten vrijgesteld te worden van vennootschapsbelasting, eventueel met een maximum.

Het standpunt van de vakcentrales over het bestuur van de sociale beleggingsgemeenschappen was in 1964 nogal afwijkend van het standpunt dat zij heden ten dage innemen. Stelt men momenteel dat het beheer van de werknemersaanspraken uitsluitend een zaak is van de werknemers zelf, in 1964 stelde men nog 'Het bestuur van de SBG's moet in meerderheid bestaan uit door de werknemers aan te wijzen personen.

Daarnaast is een vertegenwoordiging van de ondernemers in het bestuur wenselijk.³⁸ En wat te denken van beperkingen van de rechten van de als vermogensaanwasdeling uit te keren aandelen op de volgende wijze: 'Deze beperkingen kunnen lopen van de verplichting om de betreffende aandelen niet te vervreemden dan in overleg met de onderneming tot aan het punt, waarbij men aan het bestuur (van de SBG) alle rechten onttrekt die normaliter aan het aandelenbezit verbonden zijn, met uitzondering van het recht om dividenden en andere uitkeringen te ontvangen en om de aandeelhoudersvergadering bij te wonen.'³⁹ Afgezien van de vraag of de feitelijke rechten van de doorsnee aandeelhouder in de grotere ondernemingen veel groter zijn, een dergelijke vrijwillige beperking van de zeggenschap van de zijde van de vakbonden zal men tegenwoordig niet snel meer aantreffen. De rechtvaardiging in 1964 was de volgende: 'Te minder is deze rechtenbeperking een probleem voor de vakbeweging, omdat deze algemeen van mening is, dat de verwerkelijking van de medezeggenschap van de werknemers geschieden moet vanuit de sfeer van de arbeid en niet uit hoofde van aandelenbezit.'⁴⁰ Een dergelijke opvatting troffen wij ook aan bij Romme en Van den Brink.

2.6. DE REACTIE VAN DE WERKGEVERSORGANISATIES (1965)

Op het rapport van de vakcentrales kwamen, zoals te verwachten was, vele reacties. De belangrijkste was wel die van de werkgeversverbonden.

In 1965 kwamen de werkgeversverbonden met een rapport, waarin de voorstellen van de vakcentrales om te komen tot een vermogensaanwasdeling

38. T.a.p. pag. 66.

39. T.a.p. pag. 67.

40. T.a.p. pag. 67.

volledig werden afgewezen.⁴¹ De werkgevers bestrijden de stelling van de werknemers dat er sprake zou zijn van een toenemende vermogensongelijkheid, met name zou er onvoldoende aandacht zijn geschonken 'aan de ontwikkeling van de collectieve vermogens, hetgeen, gezien de betekenis daarvan voor de lagere inkomensgroepen, als een ernstig bezwaar moet worden aangemerkt. Dit geldt in versterkte mate voor de collectieve voorzieningen die in het VAD-rapport geheel verwaarloosd worden'.⁴² Men stelt dat 'Een geleidelijke voortgang van het proces van bezitsvorming in ruime kring eerder voor de hand ligt dan een programma van ingrijpende hervormingen, zoals dat in feite in het VAD-rapport wordt beoogd'.⁴³

De commissie voert berekeningen uit ter bepaling van de overwinst zoals die door Nederlandse bedrijven zou kunnen worden behaald. Op basis hiervan concludeert men dat, gezien de geringe omvang van de feitelijk te behalen overwinsten, de gevolgen van een invoering van de VAD voor de grote meerderheid van de werknemers weinig of geen betekenis zal hebben. 'De uitkomsten van deze berekeningen laten zien dat deze overwinst beslist geen indrukwekkende omvang heeft'⁴⁴ en op dezelfde pagina: 'Hierdoor wordt de indruk bevestigd dat slechts bij een kleine minderheid van ondernemingen overwinst in de zin van het VAD-rapport aanwezig is.' De vraag rijst dan natuurlijk waarom men zo fel reageert op voorstellen die naar eigen zeggen zo weinig inhouden. Elders sprak men wel over een 'programma van ingrijpende veranderingen' (zie boven). De oorzaak hiervan kan misschien gevonden worden in het feit dat bij de aanvaarding van de VAD-voorstellen van de vakbeweging voor het eerst een andere groep dan de aandeelhouders een erkend recht krijgen op de winst van de ondernemingen.

Volgens de vakcentrales dient er bij de bepaling van de overwinst rekening te worden gehouden met een 'redelijke rente- en risicovergoeding voor het eigen vermogen'. Uit de berekeningen in het rapport van de werknemers blijkt dat men daar rekent met een risico en rentevergoeding van 4%. Dit is naar de mening van de commissie van de werkgevers veel te laag. 'Zij stelt zich op het standpunt dat in het algemeen een rente- en risicovergoeding "redelijk" kan worden genoemd wanneer deze tenminste 6% bedraagt'.⁴⁵ Ter vergelijking kunnen wij hier vermelden dat het effectieve rendement op de nieuwste drie

41. Wegen naar bezitsvorming, Rapport van een commissie van de Raad van Nederlandse Werkgeversverbanden, 1965.

42. T.a.p. pag. 48.

43. T.a.p. pag. 25.

44. T.a.p. pag. 52.

45. T.a.p. pag. 53.

langlopende staatsleningen in de jaren 1961 tot en met 1965 resp. 4,18 4,24 4,31 5,09 en 5,50 % per jaar bedroeg (jaargemiddelden).⁴⁶ Er is dus bij een normale vergoeding van 4 % zeker geen sprake van een risicopremie. Een verhoging van de normale vergoeding zal de VAD-opbrengst ongetwijfeld doen afnemen. Volgens de commissie is er voor de onderneming nog een aantal nadelige gevolgen van de VAD te onderkennen: Uitkering van de VAD in de vorm van aandelen leidt tot een gedwongen vergroting van het nominale aandelenkapitaal, waaruit een toeneming van de dividendlast en een daling van de marktprijs van de aandelen zal volgen. Hierdoor zal het aantrekken van nieuw vermogen sterk worden belemmerd en zullen de beleggers sterk de voorkeur gaan geven aan buitenlandse effecten, terwijl van buitenlandse zijde de belangstelling om in Nederland te gaan beleggen sterk zal afnemen. Verder bestaat de mogelijkheid dat de onderneming de uitkeringen aan de werknemers als kosten gaat beschouwen, welke kosten zij zal trachten door te berekenen in de prijzen. Dit zal zeker geschieden indien en voor zover er investeringsloon zal worden uitgekeerd. Hierdoor zal de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven verslechteren. Bovendien zal door de uitkering van de VAD in de vorm van aandelen sprake zijn van vorming van blokken aandelen in handen van groepen die niet altijd dezelfde belangen zullen nastreven als de ondernemingsleiding, als gevolg waarvan deze laatste in problemen kan komen. Met name zal er een onevenredig grote invloed ontstaan van de werknemersorganisaties door de combinatie van de functies van groot-aandeelhouder en wederpartij op de arbeidsmarkt.⁴⁷

Het rapport van de werkgevers gaat vervolgens in op het rapport dat door het Centraal Plan Bureau over de VAD is opgesteld.⁴⁸ In deze studie is bekeken welke de macro-economische consequenties kunnen zijn van een geleidelijke invoering van de VAD over een periode van 10 jaar. Hoewel de macro-economische aspecten van de VAD buiten het kader van deze studie liggen, willen wij er hier toch enige aandacht aan schenken, dit ook omdat het een van de weinige studies is over de macro-economische gevolgen van de VAD.

Het CPB veronderstelde bepaalde reacties van de zijde van de overheid en de werknemers op de invoering van de VAD, gecombineerd met een investeringsloon voor de werknemers die niet in dienst zijn van bedrijven. Voor de ondernemingen ging men uit van vier mogelijke alternatieve reacties betreffende de wijze van uitkering van de VAD (in aandelen of contanten en al dan

46. Jaarverslag van De Nederlandsche Bank N.V. 1972, Statistische bijlage pag. 54-55.

47. Wegen naar bezitsvorming, t.a.p. pag. 59.

48. Centraal Plan-Bureau, Vermogensaanwasdeling, institutionele en kwantitatieve aspecten, bijlage bij de Memorie van Antwoord op de Algemene Premiespaarwet, Den Haag, 1965.

niet ten laste van de ingehouden winst) en het investeringsgedrag.

De belangrijkste conclusies zijn dan:

- dat de gevolgen voor de groei in de beschouwde periode van invoering over het algemeen gering zullen zijn; een gering positief effect op de groei lijkt aannemelijk, aangenomen dat de veronderstelde verhoging van de arbeidsproductiviteit ter grootte van 1 % zich inderdaad voordoet. Is dit laatste niet het geval, dan moet waarschijnlijk tot een licht negatief effect op de groei worden geconcludeerd;
- dat de gevolgen voor het prijspeil in de aanlooperperiode gering zijn en vermoedelijk tot een enkel procent beperkt zullen blijven;
- dat bij drie van de vier hypothesen ten aanzien van de reacties van werkgeverszijde een toeneming van de overheidsschuld resulteert, voor een deel het gevolg van de toekenning van investeringsloon;
- dat een geringe verbetering zal optreden in het vrij beschikbaar nominaal inkomen van de werknemers, zij het dat dit afhankelijk is van de gehanteerde definities.⁴⁹

De commissie van de werkgevers erkent dat uit het bovenstaande de conclusie kan worden getrokken 'dat de macro-economische gevolgen van een toepassing van vermogensaanwasdeling en investeringsloon aan het einde van de 10-jarige aanlooperperiode niet ingrijpend zijn. Alvorens echter een definitief oordeel uit te spreken, moet een antwoord worden verkregen op een tweetal vragen. Allereerst op de vraag in hoeverre de veronderstellingen die het C.P.B. bij zijn berekeningen gehanteerd heeft realistisch zijn (en eventueel geamendeerd moeten worden) en vervolgens op de vraag welke de eventuele effecten van een toepassing van vermogensaanwasdeling en investeringsloon op een wat langere periode dan de beschouwde 10 jaar zijn.'⁵⁰ De commissie heeft daarover haar twijfels. 'De commissie is van oordeel dat bij verwezenlijking van de in het VAD-rapport (van de vakbonden) gedane voorstellen op korte, doch zeker op lange termijn, ernstig rekening dient te worden gehouden met:

- een vertraging van de economische groei en daarmee met een geringere stijging van de reële inkomens;
- een zekere stijging van het prijspeil uit hoofde van afwenteling van gestegen produktiekosten;
- een verzwakking van de concurrentiepositie;

49. Wegen naar bezitsvorming, t.a.p. pag. 65–66.

50. T.a.p. pag. 66.

- een vermindering van de collectieve voorzieningen dan wel
- een verhoging van de indirecte en/of directe belastingen;
- additionele betalingsbalansmoeilijkheden.

Ten aanzien van de kwantitatieve gevolgen voor de werkgelegenheid is het moeilijk een uitspraak te doen. Ook in de berekeningen van het C.P.B. wordt deze grootheid niet expliciet genoemd. Aangenomen moet worden dat ten gevolge van de verminderde investeringen en de verzwakking van de concurrentiepositie de werkgelegenheid eveneens zal afnemen.⁵¹

De vermogensaanwasdeling en de daaraan gekoppelde invoering van het investeringsloon wordt derhalve door de werkgevers op grond van zowel micro- als macro-economische argumenten totaal afgewezen. Slechts in zeer bijzondere omstandigheden zou winstuitkering aan werknemers in de vorm van aandelen mogelijk kunnen zijn. Wil men bezitsvorming uit winstdelingsregelingen bevorderen, dan verdient het de voorkeur aan te sluiten bij de bestaande regelingen. Teneinde in aanmerking te komen voor de fiscale faciliteiten dienen de uitkeringen dan te worden geblokkeerd voor een bepaalde periode. Men kan overwegen de bestaande deblokkeringsmogelijkheden te verruimen en de maxima te verhogen.

In het kader van de bezitsvorming dient volgens de commissie van de werkgevers de voorkeur te worden gegeven aan een uitbouw van de premiespaarregelingen. Hierbij is sprake van een vrijwillig sparen door de werknemer, gepremieerd door de werkgevers en met fiscale faciliteiten. Eventueel kan ook het rijk een premie geven.

2.7. HET ANTWOORD VAN DE VAKCENTRALES (1966)

Naar aanleiding van het rapport van de werkgevers en de vele andere reacties kwam de commissie uit de vakcentrales met een nieuw rapport onder de veelzeggende titel: *Van Antwoord Dienend, Kritiek en Replik*.⁵² Een van de grote punten van kritiek op de voorstellen van de vakcentrales was dat de feitelijk door ondernemingen behaalde overwinst zeer gering zou zijn; de waargenomen groei in het eigen vermogen van de ondernemingen zou volledig worden bekostigd uit de normale kapitaalbeloning. De commissie erkent dat dit een belangrijk punt is: 'Het kritieke punt is nu, hoe hoog die kapitaal-

51. T.a.p. pag. 74.

52. Van Antwoord Dienend, kritiek en repliek, rapport van een studietoelichting uit de drie vakcentrales NVV, NKV en CNV, Utrecht, 1966.

beloning behoort te zijn. Wanneer deze laag is, blijft er veel vermogensaanwas over en delen de werknemers mee. Wanneer de kapitaalbeloning hoog is, resteert er geen overwinst en is er dus ook niets om te verdelen.⁵³

De vaststelling van de normale kapitaalbeloning is dus het centrale probleem. De meeste mensen zouden, volgens de commissie, hierbij denken aan de 3,25 à 4 % rente die zij op de spaarbank over hun inleg ontvangen. Degenen die wat meer thuis zijn op het financiële gebied zouden eerder denken aan de 6 % opbrengst die men kan bereiken door zijn geld te beleggen in nieuw uitgegeven leningen. Telt men daar nog een risicovergoeding bij, dan is het begrijpelijk dat men komt tot de uitspraak dat 6 à 8 % de normale kapitaalbeloning zou moeten zijn.

Volgens de commissie maakt men dan echter een fout: men zou 'enkele elementaire waarheden over het hoofd zien'. Bij de beantwoording van de vraag wat een normale kapitaalbeloning is, dient men zich te richten naar de beloning die men kan verkrijgen met behulp van verschillende alternatieve beleggingsmethoden. Daarbij zou men kunnen kijken naar het rendement dat grote beleggers als de pensioenfondsen maken over de door hen vastgelegde gelden. Deze rendementen zouden sinds jaar en dag variëren van 4–4,5 %. Uit het feit dat sinds 1 à 2 jaar de rentestand is opgelopen, zou niet mogen worden afgeleid dat in de toekomst die rendementen blijvend aanzienlijk hoger zullen zijn. Men wees er verder op dat de stijging van de rentestand gepaard was gegaan met een versterkte geldwaardevermindering. Het reële rendement zou nog steeds slechts ongeveer 2 % bedragen. 'Het genoemde rendement van 2 % vormt het alternatief voor hen, die hun geld op andere wijze willen beleggen. Deze andere beleggingswijze is het aandeel,' en 'bedacht dient te worden, dat (in tegenstelling tot obligaties) een aandeel betrekking heeft op reëel bezit, waarbij de invloed van de geldontwaarding een veel geringere rol speelt: de koers van het aandeel heeft op langere termijn gezien de neiging om omhoog te gaan naar gelang het geld minder waard wordt'. De conclusie die men trekt is dan ook: 'dat de redelijke kapitaalbeloning, zoals bedoeld in het studierapport der vakcentrales, aanzienlijk lager zal zijn dan de door sommigen genoemde 6 à 8 %. Deze laatste percentages komen namelijk tot stand wanneer men twee onverenigbare doeleinden combineert:

de vaste rente van obligaties;

de waardevermindering van aandelen.'⁵⁴

Bovendien argumenteert men dat de erkenning van een redelijk percentage

53. T.a.p. pag. 17.

54. T.a.p. pag. 18.

als kapitaalbeloning een normatieve uitspraak impliceert, 'waarbij men zich niet zozeer op de geld- en kapitaalmarkt beroept als wel op een in overleg te kiezen, voor beide zijden aanvaardbaar getal'.⁵⁵ De ondernemingsgewijze aanpak van de VAD zou een zekere differentiatie in de afspraken toelaten.

De vaststelling van de hoogte van de normale vergoeding is duidelijk een kernprobleem bij de vermogensaanwasdeling. De verwijzingen van de commissie van de vakcentrales naar het rendement dat geboden wordt door spaarbanken en het rendement dat pensioenfondsen in het verleden behaalden over hun beleggingen, en de verwijzing naar het mogelijk tijdelijke karakter van de gestegen rentestand acht ik in dit verband zwak. Indien het rendement op nieuw uit te geven obligaties 6 % bedraagt, dan betekent dat, dat het niveau van de rentestand inderdaad ook 6 % is. Anders ligt het naar mijn mening met de stelling dat men deze rentestand, die kan worden behaald op nominale beleggingen, niet zonder meer mag toepassen op beleggingen in aandelen, welke min of meer waardevast zouden zijn. In dat geval zou men eerder uit dienen te gaan van het reële rendement dat men kan behalen op obligaties, eventueel verhoogd met een risicopremie. In een volgend hoofdstuk zullen wij uitgebreid op deze problematiek terugkomen.⁵⁶ Niet alleen bij de vraag wat een redelijk rendement is, maar ook bij de vraag wat de waarde van een kapitaal is, blijkt de commissie opvattingen te hebben die niet overeenkomen met de (bedrijfs-)economische theorie. Zo bestrijdt men op pag. 32 de opvatting van professor dr. D. Schouten dat de waarde van een kapitaal bepaald wordt door de opbrengst die ermee verkregen wordt. Hierover zegt men: 'Dat deze stelling in haar algemeenheid niet juist is, blijkt wel uit het feit dat wanneer iemand geld aan een ander leent, de waarde van het geleende geld hetzelfde blijft, ook al verandert het rentepercentage en daardoor de opbrengst.'⁵⁷ Kennelijk zijn de leden van de commissie niet bekend met het begrip 'rendementswaarde'. Hoe dan ook, het zal voor een ieder duidelijk zijn dat een zelfde bedrag dat voor een bepaalde termijn uitgeleend wordt tegen een rente van 8 % een grotere waarde vertegenwoordigt dan hetzelfde bedrag, dat tegen overigens dezelfde voorwaarden uitgeleend is tegen 4 %. Derhalve kan niet ontkend worden, dat het aan de werknemers toekennen van een recht op een deel van de door de onderneming te behalen winst, de waarde van de aandelen voor de aandeelhouders doet afnemen. Hierbij doet het niet ter zake dat de werknemers slechts delen in de winst en dus in nog te vormen vermogen. Door het toekennen van rechten op een deel

55. T.a.p. pag. 19.

56. Zie hoofdstuk 7 van deze studie.

57. Van Antwoord Dienend, t.a.p. pag. 32.

van de winst aan de werknemers neemt de voor de aandeelhouders beschikbare winst af en treedt er dan ook een daling van de waarde van hun aandelen op.

De commissie erkent dat de vaststelling van de waarde van de aandelen van niet ter beurze genoteerde ondernemingen problemen met zich mee zal brengen. Deze problemen kunnen echter door deskundige bedrijfseconomen opgelost worden, terwijl nog altijd de mogelijkheid resteert dat de onderneming obligaties in plaats van aandelen uitgeeft. Naast het bepalen van de hoogte van de redelijke kapitaalvergoeding zal ook de vaststelling van de kosten van de afschrijvingen op basis van vervangingswaarde en de omvang van redelijke tantièmes voor directie en commissarissen gedeeltelijk op het doorhakken van knopen berusten. 'Het voordeel van het vakbewegingsvoorstel is in dit opzicht dat het de VAD ondernemingsgewijs wil invoeren. Er behoeven dan geen sjabloonbeslissingen te worden genomen, doch er kan aangesloten worden op ondernemingsgewijze gewoonten en bijzonderheden.'⁵⁸ Dit wordt uiteraard geheel anders indien men de VAD niet ondernemingsgewijs wil invoeren, maar kiest voor een landelijke regeling zoals in de huidige wetsvoorstellen.

Over het rapport van het C.P.B. betreffende de VAD zegt de commissie dat het kiest voor een vrij somber uitgangspunt betreffende de consumptieve aanwending van de VAD-uitkeringen na afloop van de blokkeringsperiode. De conclusie die men uit het rapport trekt, is: 'Al met al heeft de studie van het CPB een steun opgeleverd van de juistheid der plannen, zoals die in het vakbewegingsrapport zijn neergelegd. In dat rapport is gesteld, dat de studiecommissie niet de beschikking had over de mogelijkheden om de invloed van de naar voren gebrachte plannen op de nationale economie te berekenen. Het CPB heeft getracht deze berekeningen wél te maken. De conclusie die uit het CPB-rapport getrokken kan worden, is, dat bij een geleidelijke invoering het aandeel, dat de lagere inkomenstrekkers hebben in het nationale vermogen, aanzienlijk kan toenemen, zonder dat hiervan een nadelige invloed zal uitgaan op de hoogte van andere economische grootheden zoals prijzen, investeringen enz...'⁵⁹

2.8 HET ADVIES VAN DE SOCIAAL-ECONOMISCHE RAAD (1968)

In 1965 vroeg de toenmalige minister van Sociale Zaken en Volksgezond-

58. T.a.p. pag. 44.

59. T.a.p. pag. 52.

heid het oordeel van de SER over de mogelijkheden een deel van de winsten der ondernemingen te bestemmen voor een bevordering van het verkrijgen van duurzaam eigen bezit door de werknemers. De raad kwam in 1968 met een verdeeld 'Advies inzake de vermogensaanwasdeling en andere instrumenten van bezitsvormingsbeleid'.⁶⁰ Gezien de samenstelling van de SER en de eerder verschenen rapporten van de vakbeweging en de werkgevers was dit verdeelde advies wel te verwachten. Vermogensaanwasdeling wordt als volgt gedefinieerd: 'een regeling welke beoogt de werknemers vanwege hun werkzaamheid in dienstbetrekking te doen delen in de overwinst van de ondernemingen. Als essentieel voor de vermogensaanwasdeling zijn voorts de volgende elementen aangemerkt:

- a. de consumptieve besteding van het aan de werknemers toegekende bedrag kan geheel of gedeeltelijk, resp. voor korte of lange tijd onmogelijk worden gemaakt;
- b. de onderneming heeft in beginsel de vrijheid – behalve bij faillissement of liquidatie – te beslissen in welke vorm het winstaandeel aan de werknemers ter beschikking zal worden gesteld (contanten, dan wel vermogens- of schuldtitels).'⁶¹

Hier is dus sprake van een ruime definitie van het begrip vermogensaanwasdeling. De raad heeft een werkgroep Financiering ingesteld, om los van de vraag of de invoering van de vermogensaanwasdeling wenselijk is, haar oordeel te geven over een aantal problemen van financiële aard, die uit de vermogensaanwasdeling voortvloeien.

De commissie adviseert om de fiscale winst als uitgangspunt te nemen. Hieraan is namelijk een aantal uitvoeringstechnische voordelen verbonden, mede omdat daarbij in de praktijk een zekere objectivering heeft plaatsgevonden. Er dient geen correctie plaats te vinden voor voorzieningen die fiscaal niet aftrekbaar zijn. Wel dient er een correctie plaats te vinden voor afschrijvingen op basis van vervangingswaarde, waarbij wordt afgezien van inhaalafschrijvingen. Ter bepaling van de overwinst wordt de gecorrigeerde fiscale winst verminderd met de verschuldigde vennootschapsbelasting en met een redelijke vergoeding over het eigen vermogen, welke gesteld wordt op 'het rendement van een bepaald pakket obligaties en deze vergoeding te berekenen over het aandelenkapitaal en de volgens de commerciële balans aanwezige

60. Sociaal Economische Raad, Advies inzake de vermogensaanwasdeling en andere instrumenten van bezitsvormingsbeleid, Den Haag, 1968.

61. T.a.p. pag. 8.

open reserves, geen bestemmingsreserves zijnde'.⁶² Een risicopremie wordt overbodig geacht mits aan de redelijke vergoeding over het eigen vermogen een cumulatief preferent karakter wordt toegekend.

Met betrekking tot de eventuele elimineren van de investeringsaftrek bij de bepaling van de fiscale winst verschillen de voor- en tegenstanders van de VAD in de SER van mening. De voorstanders menen dat bij de bepaling van de winst t.b.v. de VAD het effect van de investeringsaftrek geëlimineerd dient te worden, de tegenstanders menen juist dat, teneinde het effect van de investeringsaftrek niet te verminderen, de fiscale winst ná aftrek van de investeringsaftrek als basis voor de VAD genomen dient te worden. De voorstanders van de VAD zijn van mening dat bij een inflatoire ontwikkeling 'voorgestelde normen voor de aftrek van de primaire vergoeding tot een te hoge uitkomst leiden, aangezien zowel in de omvang van het eigen vermogen, als in de aanvaarde rentestandaard een inflatiecomponent zijn invloed zou doen gelden'.⁶³ De oplossing hiervoor wordt gevonden door, zoals de werkgroep Financiering voorstelt, het eigen vermogen, waarover de primaire vergoeding wordt berekend, te verminderen met de reserve afschrijvingsverschillen die bij inflatoire ontwikkeling zal ontstaan, doordat voor de vermogensaanwasdeling – anders dan voor de vaststelling van de fiscale winst – de afschrijvingen op basis van vervangingswaarde geschieden.

Als de waarde van de als VAD uit te keren aandelen kan voor ondernemingen met op de beurs genoteerde aandelen de beurswaarde genomen worden. Voor de waarde van de aandelen waarin geen regelmatige beurshandel plaatsvindt, is de conclusie van de werkgroep dat de intrinsieke waarde, vermeerderd met de 'goodwill', de meest aanvaardbare maatstaf is. Deze waardebepaling zal aan onafhankelijke deskundigen dienen te worden opgedragen. Deze zullen ook de waarde moeten bepalen van als VAD uit te keren vormen van vreemd vermogen, waarvan geen effectief rendement kan worden berekend, zoals winstdelende en converteerbare obligaties. Kleinere ondernemingen hebben niet veel keuze m.b.t. de vorm waarin zij de VAD kunnen voldoen. Zij zijn in feite gedwongen dit in de vorm van contanten of in obligaties te doen.

Hierdoor kunnen zij op korte of lange termijn in liquiditeitsproblemen komen. Dit kan ondervangen worden indien de sociale beleggingsgemeenschap, die de VAD-uitkeringen beheert, door kredietverschaffing op middellange en lange termijn deze middelen aan deze groep ondernemingen ter beschikking blijft stellen.

62. T.a.p. pag. IV-27.

63. T.a.p. pag. 15.

De tegenstanders van de VAD in de SER stellen dat het rendement van een pakket staatsobligaties geen adequate honorering van het eigen kapitaal vormt. Met name wordt hierdoor geen rekening gehouden met het risico dat de verschaffers van het eigen vermogen lopen. Dit wordt niet voldoende opgevangen door aan de vergoeding een cumulatief preferent karakter te geven. Verder stellen zij 'dat objectieve winstvaststelling ten behoeve van vermogensaanwasdeling slechts mogelijk is op basis van een aantal arbitraire beslissingen, die tot onenigheid kunnen leiden en de betrekkingen tussen ondernemer en werknemers kunnen verstoren'.⁶⁴ Ook de waardebepaling van de vermogenstitels zou slechts arbitrair of door inschakeling van arbitragecommissies kunnen geschieden, waarbij 'het praktisch ondoenlijk is voor nagenoeg alle niet genoteerde aandelen deskundige commissies te raadplegen'.⁶⁵

Voorgesteld wordt om voor de VAD een eigen verliescompensatie in te stellen, zodanig dat 'onder VAD-verlies wordt verstaan de som van

1. de fiscale verliezen van de zes jaren die aan de invoering van de vermogensaanwasdeling zijn voorafgegaan of, indien dit hoger is, het bedrag dat het fiscale vermogen op het moment van invoering van de VAD lager is dan het nominale aandelenkapitaal;
2. het negatieve resultaat van de winstberekening ten behoeve van de VAD in enig jaar na invoering van de VAD.'⁶⁶

Van een 'carryback' wordt verder afgezien.

De VAD-uitkering dient geheel ten laste te komen van de fiscale winst. Dit betekent dat bijv. de uitkering van een aandeel met een nominale waarde van f 1000,- dat op f 2500,- wordt gewaardeerd, geacht wordt een loonuitkering van f 2500,- te zijn, gepaard gaande met een vergroting van het aandelenkapitaal van f 1000,- en een agio van f 1500,-.

Een door de Raad ingestelde werkgroep institutionele regeling der vermogensaanwasdeling adviseert dat de VAD-uitkeringen door de ondernemingen dienen te geschieden aan een zo groot mogelijk, liefst een landelijk fonds. Dit fonds kan en mag geen beperkende bepalingen accepteren ten aanzien van de verhandelbaarheid van de door de onderneming ingebrachte vermogensbestanddelen. Tegenover de inbreng van de onderneming geeft het fonds aan de betrokken werknemers participatiebewijzen uit. De tegenstanders van de VAD erkennen dat de instelling van één groot landelijk fonds gunstig is met het oog

64. T.a.p. pag. 37.

65. T.a.p. pag. 38.

66. T.a.p. pag. IV-28.

- op een zo groot mogelijke risicospreiding en een zo efficiënt mogelijke werkwijze, maar zien de volgende mogelijke bezwaren voor de onderneming:
- een concentratie die een overwegende economische machtspositie zou kunnen innemen;
 - geen positief effect ter zake van binding van de werknemer met zijn onderneming;
 - een druk op de waarde van de weinig courant blijvende VAD-titels.⁶⁷

De tegenstanders van de VAD blijken vooral tegenstanders te zijn van een overdracht van een deel van de rechten van de aandeelhouders en hun bezwaren richten zich verder met name tegen een mogelijke machtsconcentratie bij de vakbonden. In het kader van de bezitsvorming wijzen zij op faciliteiten in het kader van premie- en winstdelingsspaarregelingen en de algemene Premiespaarwet. Hun standpunt vertoont grote overeenkomst met het standpunt van de werkgevers, zoals dat bleek uit het rapport van de commissie ingesteld door de raad van Nederlandse werkgeversverbonden uit 1965. Het standpunt van de voorstanders van de VAD daarentegen vertoont veel gelijkheid met het standpunt van de vakbonden. Dit is zeker niet verwonderlijk indien men de personele bezetting van zowel de SER-commissie Vermogensaanwasdeling als die van de studietoelagencommissies van de werkgevers- en werknemersverbonden in ogenschouw neemt.

2.9. DE INTERIMNOTA INKOMENSBELEID (1975)

Na het verschijnen van het rapport van de SER over de vermogensaanwasdeling kwamen er enkele jaren geen officiële voorstellen op dit gebied, noch van de zijde van werkgevers en werknemers, noch van de overheid.

Wel verscheen in 1969 het proefschrift van F. L. G. Slooff over de vermogensaanwasdeling.⁶⁸ Slooff, die als medewerker van het C.P.B. had meegewerkt aan het rapport over de institutionele en kwantitatieve aspecten van de vermogensaanwasdeling van het C.P.B. uit 1965, en die als deskundige aan de beraadslagingen van de Commissie Vermogensaanwasdeling van de SER had deelgenomen, toont zich in zijn proefschrift een voorstander van de VAD. Hij blijkt optimistisch over de mogelijkheden van invoering van de VAD, zoals blijkt uit zijn eindoordeel: 'Vermogensaanwasdeling lijkt het aangewezen

67. T.a.p. pag. 40.

68. F. L. G. Slooff, *Vermogensaanwasdeling*, Alphen aan den Rijn, 1969.

middel om de ongelijkheid in vermogens en inkomens geleidelijk, zonder ernstige verstoringen van het economisch evenwicht, tot redelijke proporties terug te brengen',⁶⁹ en: 'Op korte termijn gezien is vermogensaanwasdeling het aangewezen middel om het evenwicht tussen consumptie en investeringen te herstellen zonder dat dit ten koste van de loontrekkenden behoeft te gaan.'⁷⁰

Hij besluit zijn proefschrift met de uitspraak: 'Uiteindelijk zullen door algemene vermogensaanwasdeling de proletariërs in alle landen tot het verleden gaan behoren en zal de klasseloze maatschappij van toekomstdroom tot realiteit worden, de maatschappij, waarin ieder het zijne zal krijgen.'⁷¹

In 1975 verschijnt het proefschrift van W. H. J. Reynaerts met als titel 'Het investeringsloon als instrument van bezitsvormingsbeleid'.⁷² Reynaerts geeft, vooral op pragmatische gronden, de voorkeur aan het investeringsloon boven de vermogensaanwasdeling. Onder investeringsloon verstaat hij 'elke loonsverhoging die ten doel heeft de bezitsvorming van de werknemers te stimuleren, en die met het oog daarop wordt geblokkeerd'.⁷³ Dit is een ruime definitie, die zowel het investeringsloon in enge zin als het spaarloon omvat. Zijn keuze voor het investeringsloon motiveert hij als volgt: 'Onze voorkeur voor het investeringsloon berust vooreerst op de in principe gemakkelijke praktische uitvoerbaarheid van dit instrument. Het investeringsloon sluit bovendien naar zijn aard geen werknemers van deelname uit. Omdat het hierbij gaat om een loonbestanddeel, is het investeringsloon eenvoudiger in te passen in de belevings- en ervaringswereld van de werknemer. Het investeringsloon als zodanig laat zich daarnaast ook gemakkelijker inbouwen in het typisch Nederlandse proces van collectieve arbeidsvoorwaardenvorming.'⁷⁴ Hier is duidelijk de vakbondsman aan het woord die betrokken is bij de dagelijkse praktijk van de onderhandelingen over de arbeidsvoorwaarden.

In 1975 verschijnt het eerste officiële VAD-voorstel van de zijde van de regering, opgenomen in de Interimnota Inkomensbeleid.⁷⁵ Hierin stelt men: 'Omdat een onderneming een samenwerkingsverband van arbeid en kapitaal vormt, acht de regering het ten principale gewenst de winst van ondernemingen, die resteert nadat de betrokken produktiefactoren uit de behaal-

69. T.a.p. pag. 212.

70. T.a.p. pag. 213.

71. T.a.p. pag. 214.

72. W. H. J. Reynaerts, *Het investeringsloon als instrument van bezitsvormingsbeleid*, Leiden, 1975.

73. T.a.p. pag. 50.

74. T.a.p. pag. 91.

75. *Interimnota Inkomensbeleid*, Den Haag, 1975.

de resultaten een redelijke vergoeding hebben gekregen, aan een bredere groep personen dan tot dusverre ten goede te laten komen,' en: 'In de huidige situatie valt dit overschot (ook wel aangeduid als "overwinst") in de meeste gevallen grotendeels aan de kapitaalverschaffers toe, hetzij via investeringen die de intrinsieke waarde van de aandelen verhogen (de eigenlijke "vermogensaanwas"), hetzij in de vorm van bijzondere winstuitkeringen. De doelstelling van de vermogensaanwasdeling is de werknemers te laten delen in die overwinst en daarmee in het groeiende produktievermogen van de maatschappij.'⁷⁶ Om uitvoeringstechnische redenen wordt daarbij als voorlopige regeling bij de bepaling van de overwinst uitgegaan van de fiscale winst en het fiscale vermogen. Aangezien de vermogensaanwasdeling betrekking dient te hebben op aan activiteiten in Nederland toe te rekenen overwinst, zullen het in het buitenland werkzame vermogen en de in het buitenland ontstane winsten bij de bepaling van de overwinst buiten beschouwing dienen te blijven. Bij de vaststelling van het percentage dat als redelijke vergoeding van het in de onderneming werkzame eigen vermogen kan worden aangemerkt, zal met een risicopremie rekening moeten worden gehouden. Indien de vaststelling van een zodanig percentage door optreden van problemen op korte termijn niet mogelijk is, overweegt de regering 'voorshands een andere correctie aan te brengen, zoals een aftrek van een bepaald, landelijk vast te stellen percentage van de loonsom in de betrokken onderneming'.⁷⁷

De VAD-uitkering zal als winstuitkering niet aftrekbaar zijn voor de vennootschapsbelasting. Wel dient de ondernemer vrijstelling te verkrijgen van de betaling van de sociale lasten over de VAD-uitkering, en 'Teneinde te voorkomen dat de individuele werknemers ter zake van de aanspraken persoonlijk in de belasting- en premieheffing zouden worden betrokken, overweegt de regering op dit punt een bijzondere regeling uit te werken, waarbij mede het bestaande regime van spaarloonregelingen in de beschouwing zal worden betrokken'.⁷⁸

Over de vorm waarin de vermogensaanwasdeling moet worden voldaan, stelt de regering: 'Gezien het hoofddoel van de vermogensaanwasdeling, het geven aan de werknemers van een aandeel in het produktieve vermogen van de maatschappij, en gezien de omstandigheid dat het bij de vermogensaanwasdeling voor het merendeel om middelen gaat die de betrokken ondernemers beogen te investeren, zal het aandeel van de werknemers in vermogensti-

76. T.a.p. pag. V-1.

77. T.a.p. pag. V-2.

78. T.a.p. pag. V-5.

tels moeten worden voldaan.⁷⁹ Voor zover de vermogensaanwas niet in aandelen wordt voldaan, zal dit dienen te geschieden in vermogenstitels die zoveel mogelijk gelijken op risicodragend kapitaal, zoals schuldbrieven met een lange aflossingstermijn en een rente die afhankelijk is van de winst. Van de voor uitkering beschikbare overwinst ontvangen de werknemers in de betrokken onderneming de helft (met een maximum van 5 % van de loonsom in de onderneming, van het meerdere ontvangen zij 20 %) ieder een gelijk bedrag, terwijl de andere helft (aangevuld met het eventuele overschot bij de individuele VAD-uitkering) bestemd wordt voor de verbetering van de oudedagsvoorziening van alle in Nederland werkzame meerderjarige werknemers die niet pensioengerechtigd zijn op basis van de Algemeen Burgelijke Pensioenwet of een daarmee vergelijkbare regeling.

Het aandeel van de werknemers in de vermogensaanwas zal worden beheerd door één groot nationaal fonds. Dit zal in beginsel worden beheerd door vertegenwoordigers van de werknemers, eventueel aangevuld met een zekere vertegenwoordiging van de zijde van de werkgevers. Voor de individuele aanspraken denkt men aan een blokkeringstermijn van 7 à 10 jaar. Eventuele tussentijdse deblokkering zal alleen in uiterst noodzakelijke gevallen kunnen worden toegestaan.

Het alternatief van invoering van een investeringsloon wordt door de regering afgewezen omdat daarmee een last op het bedrijfsleven wordt gelegd die rechtstreeks kostenverhogend zou werken.

Kennelijk hecht de regering niet genoeg waarde aan de voordelen van uitvoeringstechnische aard die volgens Reynaerts het investeringsloon superieur aan de vermogensaanwasdeling maken. Een aantal uitvoeringstechnische problemen heeft men echter al ondervangen door aansluiting te zoeken bij de fiscale winst en het fiscale eigen vermogen.

2.10. HET TWEEDE SER-ADVIES OVER DE VAD (1975)

Naar aanleiding van haar plannen voor een wettelijke regeling van de vermogensaanwasdeling, zoals ontvouwd in de interimnota inkomensbeleid, vraagt de regering nogmaals advies aan de SER. Op 5 november 1975 komt de Raad met een, wederom verdeeld, advies.⁸⁰ De voorstanders van een invoering van de VAD zijn van mening dat door het regeringsvoorstel een belangrij-

79. T.a.p. pag. V-3.

80. Sociaal Economische Raad, Advies inzake de door de regering voorgestelde vermogensaanwasdeling, Den Haag, 1975 no. 16.

ke voorwaarde wordt vervuld 'voor de realisering van een gecoördineerd arbeidsvoorwaardenbeleid, zodat een eventuele loonontwikkeling kan worden afgestemd op wat gemiddeld in het bedrijfsleven haalbaar is. Een dergelijk beleid, dat algemeen wenselijk wordt geacht, heeft als consequentie dat in de sterkste bedrijven en bedrijfstakken een deel van de ruimte die voor de werknemers beschikbaar is, onbenut blijft. Daarom eist een gecoördineerd arbeidsvoorwaardenbeleid als sluitstuk een regeling ter afroaming van onevenredige winsten.'⁸¹ Natuurlijk betekent het regeringsvoorstel ook een bijdrage tot een meer aanvaardbare vermogensverdeling.

De tegenstanders van de VAD verwerpen het voorstel van de regering met verwijzing naar de economische situatie, waar een grote werkloosheid gepaard gaat met een ontoelaatbaar laag rendementspeil en een sterke inflatie. Zij geven verder de voorkeur aan de term 'overwinstdeling' i.p.v. 'vermogensaanwasdeling', omdat de voorgestelde wettelijke regeling in wezen een regeling ter verdeling van de overwinst is. Van een groei van het produktieve vermogen is sprake bij winstinhouding, en het gebruik van de term vermogensaanwas zou suggereren dat de in werkelijkheid uitgekeerde beloning op het eigen vermogen gelijk is aan een redelijke vergoeding op dit vermogen. Dit deel van de raad geeft de voorkeur aan een regeling waarbij op basis van een aantal algemene voorwaarden, neergelegd in een raamwet, in bedrijfstakken en ondernemingen vrij wordt onderhandeld over overwinstdeling.

De raad is van mening dat de bepaling van de overwinst zo zuiver mogelijk dient te worden gedaan. Daaraan wordt niet voldaan als wordt gewerkt met een bepaald percentage van de loonsom als benadering van de vergoeding voor het eigen vermogen. De meerderheid van de raad is het met de regering eens dat voorlopig de fiscale winst als uitgangspunt moet worden gekozen, vanwege twee voorwaarden die de objectiviteit moeten verzekeren: een scherpe omlijning van het winstbegrip en de toepassing door één instantie. Het alternatief – commerciële winstbepaling op basis van vervangingswaarde – kan aan deze voorwaarden niet voldoen. Wel zou de fiscale winst moeten worden gecorrigeerd door deze te vermeerderen met de eventueel genoten aftrek voor investeringen en vervroegde afschrijvingen. Het rendement op een pakket staatsobligaties zou als uitgangspunt kunnen worden genomen bij de bepaling van de redelijke vergoeding voor het eigen vermogen. De grootst mogelijke minderheid van de raad meent dat de fiscale winst in ieder geval gecorrigeerd zou moeten worden voor afschrijvingen op basis van vervangingswaarde. Voorts zou onbeperkte verrekening van in het verleden geleden

81. T.a.p. pag. 8.

verliezen moeten plaatsvinden. Andere noodzakelijke correctieposten zijn fiscaal niet aftrekbaar voorzieningen, terwijl het winstverminderende effect van de investeringsaftrek op de fiscale winst gehandhaafd zou moeten blijven. De normale vergoeding, die zou moeten bestaan uit het effectief rendement op een pakket staatsobligaties plus een opslag voor de risicofactor, zou cumulatief preferent moeten zijn en berekend moeten worden over het aan de commerciële balans ontleende eigen vermogen. In een voetnoot wordt daaraan toegevoegd: 'Wel zou moeten worden voorkomen dat op dubbele wijze de inflatie wordt verdisconteerd, nl. zowel in het commerciële eigen vermogen als in de rentemaatstaf.'⁸² Hoe dit zou dienen te geschieden wordt verder niet vermeld.

Volgens dezelfde leden van de raad zou het minder juist zijn voor de bepaling van de overwinst de belastingadministratie in te schakelen: de bepaling zou eventueel kunnen geschieden door een accountant. Ook zou de overwinstdeling ten laste van de fiscale winst behoren te komen. Voor de belastbaarheid van de uitkeringen bij de ontvanger zou aansluiting kunnen worden gezocht bij de bestaande regelingen voor de spaar- en winstdelingsregelingen.

De raad stemt in met het voornemen om bij de bepaling van de VAD de fiscale winst te corrigeren voor de daarin begrepen winst uit buitenlandse activiteiten. Ook het in het buitenland werkzame vermogen dient te worden geëlimineerd uit het fiscale vermogen.

Voor wat betreft het deel van de overwinst dat voor de VAD in aanmerking dient te komen, is een deel van de raad van mening dat dat 50 % dient te zijn, een ander deel van de raad geeft er de voorkeur aan om dit percentage voorlopig te stellen op 20 %, terwijl weer een ander deel van mening is dat de regering zich dient te beperken tot een raamwet en dat het betreffende deel van de overwinst vastgesteld dient te worden in overleg tussen werkgevers en werknemers.

Ook over de verdeling van de uitkeringen over de werknemers blijkt de raad zeer verdeeld te zijn. De grootst mogelijke minderheid meent dat de overwinstdeling uitsluitend dient te geschieden door het toekennen van individuele aanspraken, die in beginsel gekoppeld zouden moeten zijn aan het salaris, per onderneming. Dit zou de meest positieve uitwerking hebben op de produktiviteit. De voorgestelde blokkeringstermijn van 7 à 10 jaar wordt te lang geacht, 4 à 5 jaar zou voldoende zijn, terwijl ter stimulering van de bezitsvorming een langere blokkering door de overheid zou kunnen worden gestimu-

82. T.a.p. pag. 13.

leerd door premies of extra belastingvoordelen. Een vrij grote minderheid van de raad is van mening dat alle VAD-afdrachten aan de collectiviteit ten goede dienen te komen (ter verbetering van de pensioenen) terwijl een minderheid een verdeling tussen individuele en collectieve overdrachten voorstaat.

Over de vorm waarin de VAD-aanspraken uitgekeerd dienen te worden (contanten, obligaties, aandelen) is de raad van mening dat dit onderwerp van overleg tussen de sociale partners zal moeten zijn. Mede in verband met de positie van de besloten n.v.'s, is een door de overheid opgelegde verplichting om winstdelende titels af te geven principieel onaanvaardbaar. Een oplossing, waarbij tevens de waarderingsproblemen zijn opgelost, zou kunnen zijn voor te schrijven dat de uitkering dient te geschieden in de vorm van contanten, obligaties of aandelen van ter beurse genoteerde n.v.'s. Een grote minderheid van de raad is van mening dat de VAD-aanspraken ter vermindering van liquiditeitsproblemen dienen te worden voldaan in vermogenstitels, met name aandelen. Aangezien er ook waarde dient te worden gehecht aan de zeggenschapsrechten, zal de VAD-afdracht dienen te geschieden in aandelen, en niet in certificaten van aandelen.

Uit dit verdeelde advies van de SER blijkt duidelijk dat de verschillende sociale partners en de onafhankelijke deskundigen een uiteenlopende visie op de problematiek van de VAD hebben.

2.11. HET EERSTE VAD-WETSVORSTEL (1976)

In juni 1976 verschijnt het eerste ontwerp van wet op de vermogensaanwasdeling.⁸³ In dit wetsontwerp wordt als vermogensaanwas beschouwd de belastbare binnenlandse fiscale winst verminderd met:

- het bedrag aan winst waarvoor over het boekjaar een aftrek ter voorkoming van dubbele belasting wordt verleend;
- de over het boekjaar geheven vennootschapsbelasting;
- een vergoeding over het eigen vermogen, zo dit positief is;
- de zogenaamde 'rendementstekorten'.

De vergoeding over het eigen vermogen is gelijk aan het effectieve rendement op een pakket staatsobligaties, verhoogd met een risico-opslag van 2 procentpunten.

83. Regeling van de vermogensaanwasdeling (Wet op de vermogensaanwasdeling) Tweede Kamer, zitting 1975–1976, 13965 no. 2.

Onder eigen vermogen wordt verstaan het fiscale eigen vermogen op het einde van het boekjaar, met uitzondering van de bestanddelen van dat fiscale vermogen waarvan de voordelen niet tot de winst worden gerekend en de bestanddelen die worden gebezigd voor het behalen van winst waarvoor een aftrek ter voorkoming van dubbele belastingheffing wordt verleend.

Tot het fiscale vermogen worden wel gerekend de door de onderneming uitgegeven 'vermogensaanwasbewijzen'. Aangezien de waarde van het eigen vermogen gebaseerd is op de fiscale waarde van de activa en deze waarde geen reëel beeld geeft van de werkelijke waarde, wordt op deze waarde een correctie toegepast. De correctie geschiedt als volgt: als de waarde van de grond zal, volgens de toelichting op het wetsontwerp, de waarde in het economische verkeer worden genomen; als de waarde van de voorraden zal de waarde op de inkoopmarkt worden genomen, terwijl een drietal groepen activa, nl. gebouwen, vervoermiddelen, en machines en installaties, met behulp van globale, door het Centraal Bureau voor de Statistiek bepaalde, indexcijfers op actuele waarde zal worden gebracht. 'Het bij het jaar van aanschaf behorende indexcijfer wordt toegepast op de historische kostprijs van het bedrijfsmiddel, en het aldus verkregen bedrag wordt vervolgens verminderd met de normale fiscale afschrijvingspercentages (dus exclusief vervroegde afschrijvingen).'⁸⁴

Indien en voor zover in een bepaald jaar de normale vergoeding over het eigen vermogen groter is dan de fiscale winst ná belasting, ontstaat er een 'rendementstekort', dat in mindering mag worden gebracht bij de bepaling van de overwinst (vermogensaanwas) in het voorafgaande of een van de volgende drie boekjaren. Deze compensatiemogelijkheid is kleiner dan bij de fiscale verliezen, waar een 'carry forward'-termijn geldt van 6 jaar.

In het wetsontwerp wordt het percentage van de vermogensaanwas dat moet worden uitgekeerd voor het jaar 1975 vastgesteld op 10 %, voor 1976 op 12 % en dit percentage kan, afhankelijk van het verschil van de ontwikkeling in de reële loonkosten en de arbeidsproductiviteit, in 1977 variëren van 10 tot 15 %, in 1978 van 8 tot 18 % en in 1979 tussen 6 en 20 %. Voor 1980 en volgende jaren moet dit percentage nog nader bij wet worden vastgesteld.

De vermogensaanwasdeling is verschuldigd door alle ondernemingen die vennootschapsbelasting zijn verschuldigd en die in een boekjaar een belastbare fiscale winst hebben van f 250.000,- of meer.

Door ondernemingen met ter beurse genoteerde aandelen dient de VAD te worden uitgekeerd in de vorm van aandelen of certificaten van aandelen,

84. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Memorie van Toelichting, Tweede Kamer, zitting 1975-1976, 13965 no. 3, pag. 27-28.

waarbij als de waarde van de aandelen de gemiddelde beurskoers wordt genomen. Indien het fonds dat met het beheer van de VAD-uitkeringen belast is dat wenst, dienen de uitkeringen geheel of gedeeltelijk in de vorm van 'vermogensaanwasbewijzen' te geschieden. Deze vorm van uitkering dient ook gebruikt te worden door alle ondernemingen die geen ter beurse genoteerde aandelen hebben. Dit laatste tenzij het fonds akkoord gaat met uitkering van niet ter beurse genoteerde aandelen.

Een vermogensaanwasbewijs is een bewijs van aanspraak op het vermogen van een onderneming dat slechts geldend kan worden gemaakt bij faillissement of ontbinding van de onderneming, nadat alle schulden zijn voldaan. Jaarlijks moet over de nominale waarde van deze bewijzen een vergoeding worden betaald ter grootte van de normale vergoeding over het eigen vermogen (effectief rendement op staatsleningen plus 2 procent), maar dit hoeft slechts te gebeuren indien en voor zover er in dat jaar winst behaald wordt. Deze vergoeding is niet fiscaal aftrekbaar, naar analogie met de dividenduitkeringen, en kan voor een gedeelte, ten hoogste voor de helft, worden voldaan door het op het vermogensaanwasbewijs vermelde bedrag met dat gedeelte te verhogen. Bij de bepaling van de overwinst worden de uitstaande VAD-bewijzen tot het eigen vermogen gerekend. Zij vormen in feite een geheel nieuwe vorm van vermogen met zowel kenmerken van een achtergestelde perpetuele lening (voor wat betreft de aflossing, de looptijd en uitkering bij liquidatie), als van eigen vermogen (vergoeding is niet fiscaal aftrekbaar). Financierings-technisch is het nogal duur vermogen, omdat de vergoeding gekoppeld is aan het rendement op staatsleningen, maar in tegenstelling tot rente op obligaties fiscaal niet aftrekbaar is.

De VAD wordt geheel uitgekeerd aan en beheerd door een daartoe op te richten nationaal fonds. De helft van de VAD-uitkering is daarbij bestemd voor de individuele werknemers van de onderneming die de VAD dient af te dragen, ieder voor een gelijk gedeelte. De individuele VAD-uitkering is beperkt tot 5 % van de loonsom in de onderneming, van het meerdere valt slechts 20 % toe aan de individuele VAD-gerechtigden, de rest krijgt een collectieve aanwending. Behalve deze beperking van het totaal aan individuele VAD-aanspraken is ook de uitkering per werknemer beperkt, en wel tot maximaal 2 % van het maximaal premieplichtige loon voor een aantal sociale verzekeringen (Ziektewet, Wet op de arbeidsongeschiktheidsverzekering en Werkloosheidwet), het meerdere krijgt wederom een collectieve bestemming. Over de individuele VAD-aanspraken is 15 % loonbelasting verschuldigd (eindheffing), terwijl deze geheel zijn vrijgesteld van de premies voor de sociale verzekeringen. Het fonds administreert de individuele VAD-aanspraken en geeft de werknemers

na afloop van de, nader bij algemene maatregel van bestuur te bepalen blokkeringsperiode, deelgerechtigheidsbewijzen in het fonds. De minister overweegt het collectieve deel van de VAD aan te wenden in de sfeer van de oudedagsvoorzieningen van de werknemers. Het bestuur van het fonds bestaat geheel uit vertegenwoordigers van de vakbonden.

Op dit wetsontwerp kwamen tal van reacties. Zoals te verwachten was, waren de reacties van de werkgevers in het algemeen afwijzend, terwijl de vakbonden grotendeels positief op het wetsontwerp reageerden. Interessant en illustratief is de mening van dr. J. R. M. van den Brink, in zijn functie als bestuurslid van de Nederlandse Bankiersvereniging, naar voren gebracht op de openbare hoorzitting van de bijzondere Kamercommissie, belast met het voorbereidend onderzoek van dit wetsontwerp.

Hij stelde: 'De Nederlandse Bankiersvereniging is dan ook in beginsel niet tegen winstdeling, ook niet tegen moderne vormen van winstdeling, waarin elementen van deelneming in het vermogen van de onderneming zijn verwerkt. Het thans voorliggende wetsontwerp achten de bankiers echter een van de slechtst denkbare vormen van winstdeling, voorgelegd op het slechtst denkbare tijdstip.'⁸⁵ Gewezen wordt op de onvoldoende rendementen en de scheefgetrokken financiële verhoudingen in het Nederlandse bedrijfsleven. Enkele punten van kritiek op de technische uitwerking van het wetsontwerp betreffen de waardering van de als VAD uit te keren aandelen: 'dat de waardering der VAD-aandelen tegen beurskoers mij (v. d. Brink) zonder meer onaanvaardbaar lijkt wanneer de aandelen van de onderneming – zoals thans voor vele beursondernemingen het geval is – beneden de, voor geldontwaarding gecorrigeerde, intrinsieke waarde noteren', en de hoge financieringslasten voor de onderneming die voortvloeien uit de VAD-bewijzen: 'waarop bij preferentie rente moet worden betaald, die in het systeem der wet thans uitkomt op bruto $\pm 20\%$ in vergelijking met een normale rente op achtergesteld vreemd vermogen, welke dichter bij de 10% ligt'.⁸⁶ Over de risico-opslag zegt Van den Brink van mening te zijn dat een opslag van 4% boven het rendement op staatsobligaties hem aanzienlijk realistischer en juister lijkt.

Het feit dat hij in 1945, samen met Romme, een boekje schreef over winstdeling, waarbij hij zich voorstander betoonde van een soort VAD-regeling, en dat hij nu tegenstander was van de voorgestelde VAD, rechtvaardigde hij als volgt: 'Onze redenering was deze: Nederland moet er weer bovenop zien te komen – de arbeidsinkomensquote was toen ongeveer 70 –

85. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Verslag van een openbare hoorzitting, Tweede Kamer, zitting 1976–1977, 13965 no. 4, pag. 11.

86. T.a.p. pag. 12.

wij moeten een land zien te blijven met lage kosten, wij moeten de export en de industrie opbouwen; wil dat lukken, dan ontstaat er een groei van vermogen binnen de ondernemingen en het is onbillijk als dat allemaal toekomt aan de aandeelhouder', en: 'Ik heb al gezegd dat de arbeidsinkomensquote toen 70 was en er was een geleide loonpolitiek. Daarin was het unfair om niet met een dergelijk voorstel te komen. Het is net zo unfair ten opzichte van de bedrijven en de kapitaalverschaffers, wanneer de arbeidsinkomensquote 94 is en de weg van de vrije loonvorming tot het eind is gegaan en, als wij niet uitkijken, gaat uitmonden in een droog en dor gebied, om zich dan eindelijk weer de vermogensaanwasdeling te herinneren en die er nu nog eens bovenop te zetten. Naar mijn mening moet het juiste tijdstip liggen bij een arbeidsinkomensquote van ten hoogste 80, wil men voldoende rechtsgrond hebben om dit nationaal, economisch en sociaal te kunnen wettigen.'⁸⁷

Andere bezwaren die door tegenstanders van een wettelijke VAD-regeling tegen het wetsontwerp naar voren werden gebracht betreffen o.a. de technische problemen bij de uitvoering, de hoge kosten daaraan verbonden, de verslechtering van het investeringsklimaat en de mogelijke machtsconcentratie bij de vakbonden.

De vakbonden zeggen bereid te zijn tot verregaande democratisering van het bestuur van het centrale fonds belast met het beheer van de VAD-uitkeringen. Zowel de FNV als het CNV blijkt voorstander van het verhogen van het aandeel van de werknemers in de overwinst tot 50%. Hebben de tegenstanders van de VAD bezwaren tegen de naar hun mening te lage normale vergoeding op het eigen vermogen, de vakbonden vinden dat deze juist te hoog is. De reactie van het FNV is: 'Op zichzelf hebben wij eigenlijk niet zoveel problemen met die herwaardering, zij het dat op dat geherwaardeerde vermogen een primaire vergoeding wordt gesteld van, wanneer wij het rendement van het pakket staatsobligaties bezien, vermoedelijk ongeveer 9 + 2%, dus ongeveer 11%. Dat wil zeggen dat het nominale rentepercentage wordt gezet op een reëel geherwaardeerd vermogen. Wij vinden dat niet juist. Wij vinden dat, indien het eigen vermogen wordt geherwaardeerd, er ook een reëel rendement moet worden toegepast. Indien het eigen vermogen niet wordt hergewaardeerd, zou die rendementseis, die primaire vergoeding van 11%, daarop kunnen worden toegepast.'⁸⁸

Over de risico-opslag is het CNV de volgende mening toegedaan: 'De aan-

87. T.a.p. pag. 19.

88. T.a.p. pag. 56.

deelhouders hebben echter uiteraard een risico. Op grond hiervan kan worden gedacht aan het dekken van dit risico en hierover is in het oude SER-advies gezegd dat een belangrijk deel van de risico's van de aandeelhouders wordt gedekt, als men hun een preferentie geeft in de loop van de tijd. Als wij uitgaan van de gedachte dat er inderdaad vermogensaanwasdeling plaatsvindt en de werknemers in het voorstel van de wet maximaal 20 % krijgen, houden de aandeelhouders nog iets over. Zij hebben dus mogelijkheden tot het claimen van een vermogensaanwas. Op grond van de preferentie en het meedoen aan de vermogensaanwas is er geen reden om extra risico-opslagpremies te bedenken.⁸⁹ Het CNV toont zich verder voorstander van een VAD-regeling die leidt tot individuele bezitsvorming bij alle werknemers.

De leden van de bijzondere commissie uit de Tweede Kamer belast met het voorbereidend onderzoek naar het wetsontwerp op de vermogensaanwasdeling bleken in grote lijnen dezelfde opmerkingen over het wetsontwerp te hebben als de belangengroepen die tot hun achterban kunnen worden gerekend. Zo waren de leden van de PvdA-fractie het grotendeels eens met de wijze waarop volgens het wetsontwerp de vermogensaanwas (overwinst) dient te worden bepaald. De leden van de fracties van KVP, ARP, CHU, VVD, SGP en GPV wezen op het probleem van de stille reserves die aanwezig zijn op het moment dat de wet in werking zou treden. 'Bij latere realisering zullen deze reserves als boekwinsten verschijnen en daarmee aan VAD-regels onderhevig zijn. Dan kan fiscale winst blijken zonder dat er commerciële winst is.'⁹⁰ Dit verschijnsel werd ook wel aangeduid als de 'stille terugwerkende kracht'.⁹¹ Daarnaast wordt er gevraagd om een fiscale aftrekbaarheid voor de onderneming van de VAD-uitkeringen (door KVP, ARP, CHU, VVD, DS 70, D 66), en om een verrekening mogelijk te maken met bestaande winstdelingsregelingen (door KVP, ARP, CHU).

Verder werd gewezen op de onvolkomenheid van het gehanteerde (fiscale) winstbegrip. De hoogte van de normale vergoeding werd door sommigen (KVP, ARP, CHU, VVD, DS 70) te laag geacht, door anderen (PvdA) als juist bevonden, terwijl weer anderen hem te hoog vonden (PSP).

Het kamerlid Nooteboom maakte bezwaar tegen een toepassing op het eigen vermogen, dat enigermate geïndexeerd is aan de prijsontwikkeling, van een primaire vergoeding die gebaseerd is op het rendement op staatsobliga-

89. T.a.p. pag. 68.

90. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Voorlopig verslag, Tweede Kamer, 13965 no. 6 pag. 29.

91. Zie hierover o.a. N. Nobel, VAD krijgt ook indirecte terugwerkende kracht, Het Financieele Dagblad, 11 Augustus 1976.

ties, welk rendement voor een zeer groot deel bestaat uit een vergoeding voor inflatie.

2.12. HET GEWIJZIGDE WETSONTWERP (JANUARI 1977)

Op 25 januari 1977 verscheen het gewijzigde ontwerp van wet over de VAD.⁹² De belangrijkste wijzigingen betroffen:

- Een verschuiving van de ingangsdatum van de wet met een jaar; de VAD zal nu voor het eerst verschuldigd zijn over het boekjaar dat begint in 1976.
- Het deel van de overwinst dat als VAD dient te worden uitgekeerd, wordt gesteld op 15 %, en is niet langer afhankelijk van de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit en de reële lonen.
- Tot het fiscale vermogen wordt bij de bepaling van de VAD niet langer gerekend de over het betreffende jaar uit te keren VAD.
- Ter voorkoming van de eerder gesignaleerde 'stille terugwerkende kracht' mag men bij de overwinstbepaling gedurende de eerste 10 jaren na invoering van de VAD jaarlijks één twintigste deel van het op het moment van invoering van de VAD bestaande verschil tussen de gehërwaardeerde en de fiscale waarde van het eigen vermogen op de winst in mindering brengen.
- De begrenzing van de individuele VAD-uitkering tot 5 % van de loonsom van de onderneming is uit het wetsvoorstel verdwenen. De beperking tot 2 % van het maximaal premieplichtige loon per werknemer daarentegen is gehandhaafd.
- De individuele VAD-uitkeringen worden niet langer door het centrale fonds beheerd. Wel zal de uitkering nog steeds in geblokkeerde vorm dienen te worden gespaard.
- De VAD-uitkering kan nu, ter keuze van de onderneming, ook in de vorm van contanten worden uitgekeerd. Dit kan echter voor de individuele uitkering slechts na advies van de ondernemingsraad van de betrokken onderneming, en voor de collectieve uitkering slechts in overleg met het Fonds.
- De vergoeding over de VAD-bewijzen wordt beperkt zodat 'geen groter deel van de winst hoeft te worden uitgekeerd dan overeenkomt met de verhouding tussen het nominale bedrag van de vermogensaanwasbewijzen en het eigen vermogen van de onderneming'.

92. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Gewijzigd ontwerp van Wet, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 9.

Uit de memorie van antwoord⁹³ blijkt, dat deze vergoeding op de VAD-bewijzen dient te worden gekoppeld aan de commerciële winst, dit in tegenstelling tot vaststelling van de overwinst, die op de fiscale winst is gebaseerd. Op de complicaties die dit geeft voor de wijze van vaststelling van de commerciële winst, en die men juist wilde vermijden bij de vaststelling van de overwinst, wordt verder niet ingegaan.

Vooral de mogelijkheid tot verrekening van de stille reserves zal, zoals later in deze studie zal blijken, voor de eerste 10 jaar tot een aanzienlijke verlaging van de VAD-opbrengsten leiden.

Vlak voordat overgegaan zou worden tot behandeling van het wetsvoorstel in de Tweede Kamer viel het kabinet-Den Uyl, zodat het voorstel niet meer in behandeling kon worden genomen.

2.13. HET COMPROMIS VAN ALBEDA (1977)

Tijdens de moeizame onderhandelingen over de totstandkoming van een nieuwe regering bleek de VAD een van de struikelblokken te zijn. Uiteindelijk slaagde de formateur Albeda erin met de betrokken partijen tot een compromis te komen. Daartoe zou het wetsvoorstel op een aantal punten dienen te worden gewijzigd. De belangrijkste zijn:⁹⁴

- een verschuiving van de ingangsdatum van de VAD van 1 januari 1976 naar 1 januari 1977;
- een verhoging van het percentage van de overwinst dat als VAD dient te worden afgedragen van 15 tot 20 % van de overwinst behaald in 1977, oplopend met een procent per jaar tot een voorlopig maximum van 23 % voor het jaar 1980;
- een verlaging van het bedrag aan winst vóór belasting waarbeneden door de ondernemingen geen VAD is verschuldigd van f 250.000,— tot f 200.000,— per jaar;
- een verhoging van het bedrag dat een werknemer maximaal aan individuele VAD-aanspraken kan ontvangen van 2 tot 3 % van het maximaal premieplichtige loon;
- de afdracht van de VAD aan het collectieve fonds zal als regel plaatsvinden in de vorm van vermogenstitels (i.c. aandelen of VAD-bewijzen). Het individuele deel kan daarnaast in de vorm van contanten worden uitgekeerd;

93. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Memorie van Antwoord, Tweede kamer, zitting 1976–1977, 13965 no. 7, pag. 39.

94. Gepubliceerd door het Financieel Dagblad, 29 juli 1977.

- de individuele VAD-uitkering wordt voor de onderneming fiscaal aftrekbaar. Dit is een belangrijke wijziging. Immers hierdoor wordt een gedeelte van de VAD op de gemeenschap afgewenteld.

Ten slotte nog een belangrijk maar niet definitief geregeld punt uit het akkoord tussen de bij de kabinetsformatie betrokken partijen. In het akkoord is het volgende opgenomen: 'De VAD-grondslag behoort te functioneren overeenkomstig de doelstelling van een evenwichtige en generale werking. Het wetsontwerp wordt vanuit dit gezichtspunt onderzocht op cumulatie van correcties op de waardering van het eigen vermogen. Eventuele dubbeltellingen worden gecorrigeerd.'

Vermoedelijk wordt met deze dubbeltellingen bedoeld de mogelijke dubbele compensatie voor de inflatie die optreedt doordat enerzijds het eigen vermogen geherwaardeerd wordt en anderzijds over het eigen vermogen, na herwaardering, een vergoeding wordt berekend die gebaseerd is op het effectieve rendement van staatsobligaties, in welk rendement zeker een inflatie-component besloten zit. Een antwoord op deze vraag werd niet verkregen want de formatiepoging mislukte, en daarmee was ook dit compromisvoorstel van de baan. In 1978 werd door het nieuwe kabinet-Van Agt het wetsvoorstel van het kabinet-Den Uyl ingetrokken. In plaats daarvan werden er twee nieuwe wetsontwerpen ingediend: een voor de individuele vermogensaanwasdeling⁹⁵ en een afzonderlijke collectieve regeling.⁹⁶

2.14. DE WETSONTWERPEN VAN HET KABINET-VAN AGT (1978)

De beide in 1978 ingediende wetsontwerpen gaan uit van hetzelfde systeem van winst en vermogensbepaling, inclusief de herwaardering en de verrekening van de in het verleden opgebouwde stille reserves, als het herziene wetsvoorstel van januari 1977. Een verschil bij de bepaling van de waarde van het eigen vermogen is dat men nu uitgaat van de omvang van het eigen vermogen aan het begin van het boekjaar, dit in tegenstelling tot de eerdere wetsontwerpen, waar men uitging van de omvang van het eigen vermogen per ultimo van het boekjaar. Daarmee verviel ook de bepaling dat tot het eigen vermogen bij de bepaling van de overwinst niet gerekend zou worden de over het betreffende boekjaar verschuldigde VAD. De normale vergoeding over het

95. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1977–1978, 15007 no. 2.

96. Interimwet belasting op vermogensaanwas en collectieve vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, 1978–1979, 15316 no. 2.

eigen vermogen is nog steeds gebaseerd op het effectief rendement op staatsobligaties, maar nu met een risico-opslag van drie i.p.v. twee punten. De individuele en de collectieve VAD bedragen beide 12% van de behaalde overwinst. De individuele uitkering is daarbij beperkt tot 3% van het maximaal premieplichtige loon (dit was 2%), waarbij het meerdere, indien het niet in de toekomst kan worden aangewend om de individuele VAD-uitkering in die jaren op dat niveau te brengen, (verrekeningsperiode 6 jaar), aan de onderneming vervalt. (Dit was in het vorige wetsontwerp aan de collectieve VAD). Op de individuele VAD-uitkering mogen voorts in mindering worden gebracht alle uitkeringen krachtens een vóór 21 april 1978 schriftelijk vastgelegde winstdelingsregeling. Verder is de individuele VAD-uitkering evenals alle andere winstdelingsregelingen voor de onderneming fiscaal aftrekbaar.

De collectieve VAD-regeling voorziet in een heffing in de vorm van een belasting op de overwinst. Dit mede in verband met de mogelijkheid voor dochterondernemingen van buitenlandse bedrijven deze belasting met de in het moederland te betalen belasting te verrekenen. De collectieve heffing is beperkt tot een maximum van 3% van de fiscale winst. De tegenwaarde van de collectieve heffing wordt door de regering in het fonds voor de VAD gestort, met de bedoeling dat dit aangewend wordt voor de verbetering van de oudedagsvoorziening van alle werknemers.

Bij de berekening van de overwinst wordt het eigen vermogen van de onderneming ten minste gelijk gesteld aan het gestorte kapitaal. De vermogensaanwasdeling is verschuldigd door alle ondernemingen waarvan de fiscale winst voor belastingen, minus het bedrag waarvoor een vrijstelling ter voorkoming van dubbele belasting wordt verleend, f 100.000,- of meer bedraagt. (Dit was in het oude wetsontwerp f 250.000,-.)

De individuele VAD-uitkering kan geschieden in de vorm van (certificaten van) aandelen, vermogensaanwasbewijzen of contanten, dit naar keuze van de onderneming, waarbij de ondernemingsraad adviesbevoegdheid heeft. De waardebepaling van de uit te keren aandelen zal, ongeacht de vraag of de aandelen op de beurs genoteerd zijn, geschieden in overleg tussen de onderneming en de werknemers. De collectieve VAD-afdracht zal, het is immers een belasting, altijd in de vorm van contanten geschieden. Van VAD in de enge betekenis van de door ons in hoofdstuk 1 gegeven definitie is hier dus geen sprake. De termen overwinstdeling resp. overwinstbelasting zijn hier eerder toepasbaar.

Ook de vormgeving van de VAD-bewijzen is veranderd: het is nu duidelijk een vorm van achtergesteld vreemd vermogen. De wet spreekt nu over een achterstelling bij 'alle overige schuldeisers'. Dit impliceert dat de over de VAD-

bewijzen verschuldigde vergoeding fiscaal aftrekbaar is gesteld. Deze vergoeding is verlaagd met één procentpunt, tot het effectieve rendement op staatsleningen, verhoogd met een risico-opslag van één punt. Dit percentage wordt vastgesteld op basis van het effectieve rendement op staatsleningen in het jaar waarin de betreffende overwinst wordt behaald en geldt dan voor de gehele looptijd van de VAD-bewijzen. Dit betekent dat de financieringslasten, verbonden aan deze VAD-bewijzen, voor de onderneming sterk zijn verminderd. De onderneming heeft het recht om de VAD-bewijzen, nadat zij 10 jaar hebben uitgestaan, aflosbaar te stellen.

De individuele VAD-uitkering dient nog steeds in geblokkeerde vorm te worden gespaard, waarbij een blokkeringsperiode van 6 jaar geldt. De verhoging van de risico-opslag bij de normale vergoeding, de mogelijkheid tot verrekening met de reeds bestaande winstdelingregelingen en de beperking van zowel de collectieve als de individuele VAD-uitkering tot bepaalde maxima zullen naar alle waarschijnlijkheid de feitelijke omvang van de door de ondernemingen verschuldigde VAD sterk verminderen. Bovendien zal het effect van de individuele VAD-uitkering op de onderneming geringer zijn door de fiscale aftrekbaarheid.

Over de vermeende 'dubbeltelling' bij de bepaling van de normale vergoeding, die bij de parlementaire behandeling van het vorige wetsontwerp werd gesignaleerd en gebaseerd was op de overweging dat enerzijds het vermogen waarover aan de kapitaalverschaffers een vergoeding wordt toegerekend, wordt geherwaardeerd (en daarmee ook wordt aangepast aan de inflatie), en anderzijds voor de bepaling van de vergoeding over het geherwaardeerde vermogen wordt aangesloten bij de vergoeding op nominale vorderingen (waarin een inflatiecomponent is begrepen), zegt de regering het volgende: 'Naar onze mening is echter in deze wijze van berekening van de vergoeding over het eigen vermogen geen sprake van een dubbele compensatie voor inflatie. Bij de herwaardering gaat het erom de inflatoire en reële vermogensgroei, die nog niet in het fiscale vermogen tot uitdrukking is gekomen, tot uitdrukking te brengen en zo een reële basis voor de rendementsberekening te verkrijgen. Bij de hantering van een rentepercentage waarin een inflatievergoeding is begrepen, gaat het erom de in de winst tot uitdrukking komende inflatoire vermogensgroei daaruit op forfaitaire wijze te elimineren.'⁹⁷

Over de verhoging van de risicopremie wordt het volgende meegedeeld: 'Op grond van nadere overwegingen zijn wij tot de overtuiging gekomen dat

97. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Memorie van Toelichting, Tweede Kamer, zitting 1977-1978, 15007 no. 3, pag. 15.

een risicopremie van 2 % te weinig recht doet aan de kapitaalverschaffer. Daarbij hebben onder meer de veranderde vermogensverhoudingen binnen de ondernemingen en de in de huidige omstandigheden meer kwetsbare positie van het eigen vermogen een rol gespeeld. Deze overwegingen hebben ons ertoe gebracht de risicopremie op 3 punten te stellen.⁹⁸

Dat deze verhoging van de risicopremie niet voor iedereen voldoende is, blijkt uit de reacties van de werkgevers. Door een vertegenwoordiger van de werkgeversorganisaties worden op de hoorzitting van de kamercommissie gewenste rendementspercentages van 15 à 20 % niet ongebruikelijk genoemd. (Dit zou een risicopremie van 7 à 12 % impliceren!) Daarop wordt door een CDA-kamerlid gerepliceerd: 'Wat is dan wel genoeg, als het redement op staatsobligaties, plus 3 %, plus compensatiemogelijkheden over de afgelopen 6 jaar – dat zal vooral voor risicodragende bedrijven een erg belangrijke compensatieregeling zijn – plus 88 % van de rest van de winst, omdat de VAD voorlopig 12 % claimt, niet voldoende zouden zijn?'⁹⁹

Vertegenwoordigers van Shell Nederland BV komen zelfs met de bewering dat uit onderzoeken zou blijken dat in de v.s. en in Engeland de risicopremie van de totale marktportefuille van aandelen boven het rendement op risicoloze staatsobligaties 8,8 % voor de v.s. en 9,1 % voor Engeland zou bedragen.¹⁰⁰ Op basis hiervan zou de voorgestelde risicopremie in het wetsontwerp van 3 % uiteraard veel te laag zijn. Naar onze mening hebben zij de geciteerde publikaties niet geheel juist geïnterpreteerd. Wij zullen hierop in hoofdstuk 6 terugkomen.

In de discussies over het sociaal-economische beleid in het najaar van 1979 blijkt er weer een vergrote belangstelling te bestaan voor de VAD. Vooral CDA-politici blijken in de VAD een middel te zien om de vakbonden en de werknemers over te halen om akkoord te gaan met een loonmatiging. Zo konden we het volgende bericht lezen in het Financieele Dagblad van 8 november 1979: 'Pogingen om de werknemers te blijven overtuigen van de noodzaak tot loonmatiging zouden op den duur schipbreuk kunnen leiden wanneer we met een vermogensaanwasdeling niet verder komen. Dat heeft minister-president Van Agt gezegd tijdens de lustrumbijeenkomst van de vereniging voor de Metaal- en Elektrotechnische industrie FME. Volgens Van Agt is de gedachte dat de VAD een logische aanvulling behoort te vormen op een meerjarenbeleid van loonmatiging te veel op de achtergrond geraakt. Hij constateerde dat elke

98. T.a.p. pag. 15.

99. Regeling van de vermogensaanwasdeling, verslag van een openbare hoorzitting, Tweede Kamer, zitting 1977–1978, 15007 no. 5, pag. 5.

100. T.a.p. pag. 5.

dag blijkt hoe moeilijk het is van werknemers in ondernemingen die het goed gaat te blijven verlangen dat zij meedoen aan matigen omdat het elders in het bedrijfsleven minder goed gaat. Een VAD is volgens Van Agt alleen effectief wanneer werknemers kunnen zien dat het werkelijk iets voor hen betekent, als ondernemers het niet ervaren als een afstraffing van hun inspanningen en als buitenlandse investeerders er niet door worden afgeschrikt.¹⁰¹

In de rest van deze studie zullen we nagaan hoeveel de VAD voor de werknemers kan opleveren, en welke de invloed ervan is op de onderneming.

101. Het Financieele Dagblad, 8 november 1979.

3

De vermogensaanwasdeling in enkele andere landen

3.1. INLEIDING

In hoofdstuk 1 hebben we een definitie van de vermogensaanwasdeling gegeven. Deze definitie hield in dat we pas over een VAD-regeling in enge zin spreken indien de werknemers ten laste van de door de onderneming behaalde overwinst een uitkering in de vorm van vermogenstitels ontvangen. Geschiedt de uitkering in de vorm van contanten, dan spreken we van een VAD-regeling in ruime zin, mits deze uitkering voor een bepaalde termijn in geblokkeerde vorm wordt gespaard.

Er zijn in de ons omringende landen weinig regelingen of officiële voorstellen die voldoen aan onze definitie van de VAD. Alleen uit Frankrijk is ons een regeling bekend die daarmee overeenkomt. Naast deze regeling zullen we ook een aantal andere voorstellen behandelen die weliswaar niet geheel aan onze definitie voldoen, maar die wel de mogelijkheid inhouden dat de werknemers een aandeel in het vermogen van de ondernemingen verkrijgen.

Een overzicht van de regelingen en de plannen op dit gebied is gepubliceerd in de vorm van een memorandum door de Commissie van de Europese Gemeenschappen onder de titel 'Deelneming van de werknemers in de vermogensvorming'.¹

3.2. DE REGELINGEN IN FRANKRIJK

In Frankrijk is op 17 augustus 1967 een verordening uitgevaardigd met het doel de werknemers te doen delen in de financiële groei van de ondernemingen. De regeling is verplicht voor alle ondernemingen met meer dan 100

1. Commissie van de Europese Gemeenschappen, Deelneming van de werknemers in de vermogensvorming, Brussel, 1979.

werknemers en facultatief voor de overige ondernemingen. Dit geschiedt middels de zogenaamde 'Réserve spéciale de participation'. Deze participatiereserve is het bedrag dat uit de winst over een bepaald boekjaar aan de werknemers toekomt.

De berekening geschiedt als volgt:

- de binnen Frankrijk behaalde fiscale winst wordt verminderd met de daarover verschuldigde vennootschaps- of inkomstenbelasting;
- deze winst na belasting wordt verminderd met 5 % van het eigen vermogen van de onderneming, dit als primaire vergoeding voor de verschaffers van dat vermogen;
- de resterende winst wordt vermenigvuldigd met het quotiënt van de totale loonsom over het betreffende boekjaar en de toegevoegde waarde van dat jaar. Deze coëfficiënt heeft tot doel om de verschillen tussen kapitaalintensieve en arbeidsintensieve bedrijven weg te werken;
- de participatiereserve is gelijk aan de helft van het aldus berekende bedrag.

In formulevorm is de participatiereserve gelijk aan :

$$PR = (W - 0,05 \cdot A) \cdot \frac{L}{TW} \cdot 0,5$$

waarbij PR = de participatiereserve,

W = de fiscale winst na belastingen,

A = het eigen vermogen van de onderneming,

L = de totale loonsom en

TW = de toegevoegde waarde.

De werknemers krijgen derhalve van de overwinst, die resteert na aftrek van een vergoeding van 5 % over het eigen vermogen, een fractie, die overeenkomt met de helft van het aandeel van de loonsom in de toegevoegde waarde. De participatiereserve wordt verdeeld over alle werknemers van de onderneming die ten minste drie maanden van het betreffende boekjaar in dienst zijn geweest en wel overeenkomstig ieders deel in de totale loonsom. Bij de berekening van het aan ieder van de werknemers toekomende deel van de participatiereserve wordt het jaarloon per werknemer beperkt tot 4 maal de loongrens voor de sociale verzekeringen. Bovendien is de jaarlijkse uitkering per werknemer beperkt tot de helft van deze loongrens.

Behoudens in een aantal speciale gevallen zoals huwelijk, ontslag, invaliditeit, pensionering of overlijden dient de uitkering aan de werknemers voor een periode van 5 jaar geblokkeerd te blijven. De wijze van uitkering van de participatiereserve aan de werknemers en het beheer over de aanspraken dient geregeld te worden in een overeenkomst tussen de betrokken partijen. De

uitkering kan geschieden in de vorm van aandelen in de onderneming, obligaties of schuldbekentenissen, dan wel storting op een geblokkeerde spaarrekening buiten de onderneming. Bij uitkering in de vorm van aandelen kan dit geschieden door middel van de uitgifte van nieuwe aandelen of door de overdracht van door aankoop op de beurs verkregen aandelen.

Zowel voor de werknemers als voor de onderneming zijn er fiscale voordelen verbonden aan het onderhavige winstdelingsstelsel. Voor de werknemers zijn de uitkeringen vrijgesteld van belastingen en sociale premies. Ook de opbrengst van de uit hoofde van deze winstdeling ontvangen bedragen zijn vrijgesteld van inkomstenbelasting, mits deze opbrengst wordt herbelegd. Ook voor de na afloop van de blokkeringstermijn herbelegde bedragen geldt vrijstelling van sociale lasten en inkomstenbelasting.

Ook de ondernemingen zijn vrijgesteld van het betalen van sociale premies over de participatiereserve, terwijl de uitkering zelf fiscaal aftrekbaar is voor de belasting over de winst. Daarnaast mogen de ondernemingen een zogenaamde belastingvrije investeringsvoorziening vormen ten laste van de winst over het boekjaar waarover de participatiereserve wordt uitgekeerd. Deze investeringsvoorziening dient wel binnen een jaar gebruikt te worden voor de aankoop van activa.

Tot 1 oktober 1973 was deze investeringsvoorziening gelijk aan de participatiereserve. Dit betekende dat bij een winstbelastingpercentage van 50 % en bij een volledig gebruik maken van de investeringsvoorziening de overheid in feite de gehele last van de winstuitkering voor haar rekening nam. Nadien is de belastingvrije investeringsvoorziening enkele keren verlaagd, eerst tot 80 %, daarna tot 65 %, en per 1 oktober 1975 tot 50 % van de participatiereserve. Bij een winstbelasting van 50 % betekent dit dat de overheid nog altijd 75 % van de lasten van de winstdelingsregeling voor haar rekening neemt.

Indien de werknemers en de werkgever niet binnen 12 maanden na afloop van het boekjaar tot overeenstemming zijn gekomen over de vorm van de winstdelingsovereenkomst voor de betreffende onderneming, worden beide partijen gestraft: voor de werkgever wordt de belastingvrije investeringsvoorziening met de helft verminderd, terwijl voor de werknemers de blokkeringstermijn wordt verlengd tot 8 jaar.

Het rapport van de Commissie van de Europese Gemeenschappen geeft over de resultaten van het Franse systeem de volgende cijfers:² 'Volgens de beschikbare gegevens stonden per 31 december 1977 9.936 participatieovereenkomsten geregistreerd; hierbij waren 11.195 ondernemingen met

4.773.600 man personeel betrokken. Het totaal in 8 jaar (1968–1975) verdeelde bedrag bedroeg meer dan FF 13,6 miljard. In 1975 (laatste jaar waarover thans de financiële uitkomsten bekend zijn) bedroeg dit bedrag FF 2,418 miljard voor 2.713.108 betrokkenen, zodat het individuele aandeel in 1975 gemiddeld FF 891 bedroeg tegen FF 353 in 1968.³

Voor de boekjaren 1971–1975 zijn volgens het rapport de volgende gemiddelden berekend:

Participatiereserve/Nettowinst	= 0,15
Nettowinst/Eigen vermogen	= 0,1298
Loonsom/Toegevoegde waarde	= 0,433
Participatiereserve/Loonsom	= 0,03

Uiteraard hebben deze cijfers slechts betrekking op de ondernemingen waar daadwerkelijk sprake was van een participatiereserve, dus op die ondernemingen die een nettowinst na belastingen behaald hebben van meer dan 5% van het eigen vermogen en die daarnaast ook meer dan 100 werknemers hadden of, indien zij niet aan dit laatste criterium voldoen, een vrijwillige overeenkomst met de werknemers hebben afgesloten. Het Franse systeem van de participatiereserve heeft een groot aantal overeenkomsten met het Nederlandse voorstel voor de individuele VAD-uitkering. In beide gevallen is er sprake van een ondernemingsgewijze deelname van de werknemers in de door de onderneming behaalde overwinst. Ook is in beide gevallen sprake van een tijdelijke blokkering van de uitkeringen. De normale vergoeding over het eigen vermogen is in het Franse voorstel duidelijk lager dan in het Nederlandse, dit terwijl de rentestand in het algemeen in Frankrijk zeker niet lager is dan in Nederland. Zo bedroeg het jaargemiddelde voor het rendement op langlopende staatsleningen voor de periode 1969–1978 gemiddeld voor Nederland 8,2%, tegen 8,8% voor Frankrijk.³

Bij een normale vergoeding over het eigen vermogen, zoals voorgesteld in het meest recente VAD-wetsontwerp in Nederland gelijk aan het effectieve rendement op staatsleningen plus een risico-opslag van drie procent-punten, betekent dit een gemiddeld niveau van de normale vergoeding van meer dan 11% tegen 5% in het Franse voorstel.

Verder is er in het Franse voorstel geen sprake van een herwaardering van het eigen vermogen en van een verrekening van de op het moment van invoering van de regeling bestaande stille reserves. De pijn voor de ondernemingen is hier voor het Franse voorstel duidelijk verzacht door de ruime fiscale faciliteiten, waardoor in de eerste jaren zelfs de gehele uitkering ten

3. Jaarverslag De Nederlandsche Bank over het boekjaar 1978, Statistische bijlage, pag. 67.

laste van de overheid kwam en nu nog altijd 75 %, terwijl in Nederland slechts de individuele VAD-uitkering fiscaal aftrekbaar is (evenals gewone winstdelingsregelingen) waardoor de overheid in Nederland slechts 48 % van de individuele VAD-uitkering voor haar rekening zal nemen.

Ook voor de werknemers zijn de fiscale faciliteiten in Frankrijk ruimer. In beide landen zijn de uitkeringen vrijgesteld van de sociale premies, maar in Nederland dient over de individuele VAD-uitkering nog wel forfaitair 15 % loonbelasting te worden afgedragen, terwijl de Franse participatiereserve voor de werknemer geheel belastingvrij is. Verder zijn in het Franse stelsel de opbrengsten, die men geniet uit de uitkeringen, ook vrijgesteld, mits deze worden herbelegd, terwijl deze in Nederland normaal worden belast.

Wat betreft het aandeel in de overwinst geldt, dat dit in het Nederlandse voorstel onafhankelijk is van de aard van de onderneming, terwijl in Frankrijk rekening wordt gehouden met het aandeel van werknemers in het produktieproces doordat bij de berekening van de participatiereserve het bedrag van de overwinst wordt vermenigvuldigd met het quotiënt van de loonsom en de toegevoegde waarde. Over de boekjaren 1971–1975 bleek het aandeel van de loonsom in de toegevoegde waarde in Frankrijk voor de ondernemingen die onder de participatiereserveregeling vielen gemiddeld 43,3 % te zijn. Dit betekent dat voor deze ondernemingen gemiddeld 21,65 % ($= 0,5 \cdot 43,3 \%$) van de overwinst werd uitgekeerd. Dit ligt in dezelfde orde van grootte als in de Nederlandse voorstellen, waar zowel de individuele als de collectieve VAD ieder 12 % van de overwinst bedragen. De Nederlandse VAD-opbrengst wordt echter verminderd door de mogelijkheid om de individuele VAD-uitkering te verminderen met de uitkeringen krachtens reeds bestaande winstdelingsregelingen, de beperking van de individuele VAD-uitkering tot maximaal 3 % van het maximaal premieplichtige loon en de beperking van de collectieve VAD-afdracht tot 3 % van de fiscale winst.

Voor de werknemers in genationaliseerde en overheidsbedrijven was het niet mogelijk om de participatiereserve in de vorm van aandelen te ontvangen. Voor een aantal van deze ondernemingen is het later wel mogelijk gemaakt om aandelen aan de werknemers uit te reiken, niet in het kader van de participatiereserve, maar in het kader van wettelijke regelingen die het mogelijk maken dat de werknemers maximaal 25 % van het kapitaal van deze ondernemingen verwerven. Zo worden krachtens de Wet tot invoering van het arbeidersaandeelhouderschap bij de 'Régie nationale des usines Renault' van 2 januari 1970 aan de werknemers gratis aandelen uitgedeeld, terwijl het ook mogelijk werd aandelen uit te keren in het kader van een bedrijfsspaarplan. Bij de gratis uitdeling van aandelen wordt rekening gehouden met de

anciënniteit van de werknemers en hun verantwoordelijkheid in de onderneming. De toegekende aandelen luiden op naam en zijn in beginsel voor 5 jaar geblokkeerd. Over de gratis uitdeling van aandelen wordt geen belasting geheven.

Ook bij de genationaliseerde banken en verzekeringsmaatschappijen, bij de nationale ruimtevaartindustrie en bij de nationale maatschappij voor de ontwikkeling en de bouw van vliegtuigmotoren kunnen aan de werknemers gratis aandelen worden uitgereikt of kunnen zij tegen betaling aandelen verwerven. De regelingen lijken sterk op die bij Renault.

Krachtens een wet van 27 december 1973 kunnen ook de al dan niet officieel op de beurs genoteerde ondernemingen gratis aandelen aan het personeel verstrekken, of de aankoop van aandelen op de beurs door hun werknemers subsidiëren tot een maximum van FF 3000 per jaar. Deze bijdrage van de onderneming is voor de onderneming fiscaal aftrekbaar en ook voor de werknemers vrij van inkomstenbelasting en sociale premies. Gedurende 5 jaar mogen de aldus verworven aandelen niet worden overgedragen.

Als laatste van de Franse maatregelen ter bevordering van het mede-eigendom van de werknemers vermelden wij hier een wetsontwerp dat in oktober 1978 is goedgekeurd door de Franse regering. Krachtens dit wetsontwerp vindt er een verplichte verdeling plaats van aandelen van de op de beurs genoteerde handels- en industriële ondernemingen. Deze ondernemingen dienen eenmalig 3 % van het maatschappelijke kapitaal gratis onder hun werknemers te verdelen. De uitkering is beperkt tot maximaal FF 5.000,- per werknemer en geldt slechts voor die bedrijven die over de laatste twee afgesloten boekjaren ten minste tweemaal dividend hebben uitgekeerd.

De uitkering per werknemer kan variëren met het aantal dienstjaren en het salaris, met dien verstande dat de verhouding tussen de hoogste en de laagste uitkering maximaal drie op een mag zijn. De uitgekeerde aandelen mogen gedurende een termijn van drie tot vijf jaar niet overgedragen worden, welke periode per onderneming kan verschillen.

3.3. HET DUITSE WETSONTWERP OP DE VERMOGENSAANWASDELING

In Duitsland werd in 1974 door de regering een wetsvoorstel ingediend met het doel een 'Beteiligung breiterer Schichten der Bevölkerung am Zuwachs des Produktivvermögens der Großunternehmen'.⁴ In de voorgestelde 'über-

4. Presse und Informationsamt der Bundesregierung, Bulletin no. 12, Bonn, 30 januari 1974.

betrieblichen Vermögensbeteiligung' zouden meedelen alle werkenden, met inbegrip van de ambtenaren en zelfstandigen, met een jaarinkomen van niet meer dan 36.000 DM. Voor gehuwden waarbij slechts één partner werkzaam is, geldt een maximum inkomen van 54.000 DM, verhoogd met 9.000 DM voor ieder kind dat niet zelf een inkomen verdient. Buiten de regeling vallen degenen die vermogensbelasting moeten betalen.

Afdrachtplichtig zijn alle vennootschappen met een fiscale winst van meer dan 400.000 DM en persoonlijke ondernemingen met een belastbare winst van meer dan 500.000 DM. Ondernemingen met een winst van meer dan 1.000.000 DM dienen netto 10% van de belastbare winst uit te keren, terwijl voor ondernemingen met een lagere winst een met de winst oplopend percentage geldt.

De afdracht dient te geschieden in de vorm van op de beurs genoteerde aandelen of in de vorm van contanten. In het laatste geval geldt een opslag van 15% voor de ondernemingen die over op de beurs genoteerde aandelen beschikken en van 10% voor alle andere ondernemingen met een belastbare winst van meer dan 1.000.000 DM.

De afdracht dient te geschieden aan een centrale 'Clearingstelle', die de ontvangen aandelen en contanten verdeelt over de zogenaamde 'Vermögensanlagegesellschaften', naargelang het aantal bij elk van deze instellingen ingeschreven rechthebbenden.

Iedere rechthebbende dient zelf te kiezen voor een bepaalde Vermögensanlagegesellschaft. Deze verstrekt aan de rechthebbende een certificaat, dat recht geeft op de uitkering van de door het fonds ontvangen dividenden en rente. Na 7 jaar kan de aanspraak te gelde worden gemaakt, maar indien dit binnen 12 jaar geschiedt, wordt de rechthebbende voor 5 jaar uitgesloten van verdere uitkeringen. (Met uitzondering van ernstige noodgevallen.)

De totale opbrengst werd voor het eerste jaar geschat op 5 miljard DM, te verdelen over 23,6 miljoen rechthebbenden, hetgeen 212 DM per persoon betekent. Men verwachtte een gemiddelde toename van de jaarlijkse uitkering met ongeveer 10%, hetgeen, zonder herbelegging van de uit te keren rente en dividenden, een waarde per rechthebbende zou betekenen van 2200 DM na 7 jaar, 5300 DM na 12 jaar, 8200 DM na 15 jaar, 15.500 DM na 20 jaar en 27.700 DM na 25 jaar. De jaarlijkse uitkering aan rente en dividend hieruit werd geschat op 3,5%. Dit houdt in 60,- DM na 7 jaar en 860,- DM na 25 jaar.

In verband met de economische teruggang en juridisch-technische problemen is de behandeling van het wetsontwerp stopgezet.

De voorgestelde Vermögensbeteiligungsgesetz is geen VAD-regeling in de zin zoals wij die eerder hebben gedefinieerd: de uitkering geschiedt nl. niet ten

laste van de overwinst, maar ten laste van de winst zonder dat rekening wordt gehouden met een normale vergoeding over het eigen vermogen. Er is dus sprake van een verplicht winstdelingssysteem waarbij alle 'Erwerbstätigen' beneden een bepaalde inkomensgrens te zamen recht krijgen op een deel van de winsten van de grotere ondernemingen, en wel in geblokkeerde vorm.

In Duitsland bestaat al een mogelijkheid van gepremieerde bezitsvorming, vastgelegd in de zogenaamde '624 DM-Gesetz'. Hierbij worden premies en bonussen toegekend op besparingen die via de werkgever op een bepaalde manier worden belegd. Zij kunnen daarbij o.a. worden gebruikt voor aankoop van aandelen in de onderneming tegen een speciale prijs. Eind 1976 bedroeg het totale gespaarde bedrag (inclusief premies en interest) ongeveer 11 miljard DM.

Verder is in 1978 door de oppositie in de Bundestag een wetsvoorstel ingediend ter regeling van een vrijwillige winstdeling, waarbij de werknemers de mogelijkheid krijgen te delen in de winst en het kapitaal van de eigen onderneming. In het voorstel is een soort verzekering opgenomen, waarbij de werknemer bij een eventueel faillissement 50 % van het door hem in de onderneming geïnvesteerde geld terugkrijgt.

3.4. EEN VOORSTEL IN DENEMARKEN

In 1970 werd door het verbond van Deense vakverenigingen een voorstel ingediend voor een nationaal 'werknemers winst- en investeringsfonds'.⁵ Daarop heeft de Deense regering in 1973 een wetsontwerp ingediend dat grote overeenkomsten vertoont met het voorstel van de vakbonden. Het wetsontwerp hield de oprichting in van een centraal investeringsfonds waarin alle loontrekkenden, ook de ambtenaren, zouden meedelen. Het fonds zou worden gevoed door bijdragen van de werkgevers, die jaarlijks een bedrag, gelijk aan een bepaald percentage van de loonsom, zouden moeten storten: het eerste jaar 0,5 %, elk jaar oplopend tot een maximum van 5 % van de loonsom na 10 jaar. Naamloze vennootschappen met meer dan 50 man personeel zouden hun bijdrage voor twee derde in de vorm van aandelen moeten storten, de kleinere ondernemingen zouden hun bijdrage geheel in contanten kunnen voldoen. Het stemrecht van de aandelen in het bezit van het fonds zou kunnen worden uitgeoefend door de werknemers van de onderneming waarvoor de aandelen zijn uitgegeven. Na 7 jaar kan de werknemer overgaan tot

5. Danish Labour News, no. 66, december 1970.

verzilvering van zijn aandeel in het centrale fonds. Na de regeringswisseling eind 1973 is het voorstel voorlopig in de ijskast gezet.

Het Deense voorstel is duidelijk geen VAD-voorstel, het is eerder een voorstel tot een nationaal systeem van investeringsloon.

3.5. ENKELE VOORSTELLEN IN ENGELAND

In 1973 werd een rapport van een studiegcommissie uit de Labour Party onder de titel 'Capital and Equality' gepubliceerd, met daarin opgenomen een voorstel voor een nationaal werknemersfonds. Alle vennootschappen zouden in dit fonds jaarlijks 1 % van hun geplaatste kapitaal in de vorm van aandelen moeten storten. Persoonlijke ondernemingen zouden 5 % van de loonsom moeten storten. Alle werknemers zouden via certificaten een gelijk aandeel in het fonds krijgen. Pas na 7 of 5 jaar zouden de certificaten mogen worden verkocht. Dit voorstel is duidelijk geen winstdelings- of VAD-voorstel.

Wel is het sinds april 1979 mogelijk voor ondernemingen, op vrijwillige basis, aandelen aan het personeel uit te reiken in het kader van een door de fiscus goedgekeurde winstdelingsregeling. De onderneming kan dan de daarvoor uitgegeven bedragen in mindering brengen op haar belastbare winst. De aandelen dienen te worden ondergebracht in een trust. Het maximum per werknemer bedraagt UKL 500 per jaar. Na een blokkeringsperiode van 5 jaar behoeft de werknemer over deze uitkering nog maar de helft van de normaal verschuldigde belasting te voldoen, terwijl na een periode van 10 jaar de opbrengst geheel belastingvrij is. Waardeinstijgingen van de aandelen en de uitgekeerde dividenden blijven op de gebruikelijke wijze belast.

Deze wettelijke regeling maakt vrijwillige systemen van ondernemingsgewijze winst- en vermogensaanwasdeling fiscaal aantrekkelijk.

3.6. EEN VOORSTEL VAN DE ZWEEDSE VAKBONDEN

In 1976 is door dr. Meidner een studie gepubliceerd over een 'werknemers-investeringsfonds'.⁶ Het rapport werd door het Zweedse verbond van vakverenigingen op zijn vijfjaarlijks congres in juni 1976 aangenomen als basis voor verdere werkzaamheden op dit gebied. Het voorstel hield in dat grotere ondernemingen (bijv. met meer dan 50 tot 100 man personeel) een gedeelte

6. In het Engels verschenen als: R. Meidner, *Employee Investment Funds*, London, 1978.

van de winst vóór belastingen aan een werknemersfonds zouden moeten afdragen, en wel in de vorm van aandelen. Men dacht hierbij aan 20 % van de winst vóór belasting.

Door de uitkering in de vorm van aandelen te laten plaatsvinden, zouden de ondernemingen door de invoering van het systeem niet in liquiditeitsproblemen kunnen komen. Gezien het feit dat slechts van weinig ondernemingen de aandelen op de beurs genoteerd zijn en dus de marktwaarde bekend is en omdat de omvang van de Zweedse effectenbeurs gering is en er weinig handel plaatsvindt, waardoor een manipulatie door de grote beleggers mogelijk is, werd de beurswaarde beschouwd als een minder geschikte waarderingsgrondslag voor de waarde van de uit te geven aandelen. Beter werd gevonden aansluiting te zoeken bij de intrinsieke waarde. Aangezien als periodewinst kan worden beschouwd de waarde van het eigen vermogen per ultimo minus de waarde aan het begin van het jaar, verhoogd met belasting- en dividendbetalingen en verlaagd met de opbrengst van eventuele aandelenemissies, zou op deze wijze voor de bepaling van de winst en de bepaling van de waarde dezelfde basis worden gebruikt. Men is zich daarbij wel bewust dat door deze wijze van waardering een hogere waarde voor de aandelen wordt gevonden dan de beurswaarde.⁷ Verder dient de afdracht van de aandelen belastingvrij en voor de onderneming fiscaal aftrekbaar te zijn. Uitgaande van een uitkering van 20 % van de winst voor belasting zal het fonds bij een jaarlijkse winst vóór belastingen van 3 % na 75 jaar de meerderheid van de aandelen van de onderneming in haar bezit hebben. Bij een jaarlijkse winst van 10 % zal dit na 35 jaar geval zijn, bij 15 % winst na 25 jaar en bij 20 % winst reeds na 20 jaar.

De opbrengsten uit het aandelenbezit zouden niet moeten worden gebruikt voor verhoging van de individuele inkomens van de werknemers, maar voor een aantal collectieve doeleinden.

Met het voorgestelde systeem werd beoogd een afroming te bereiken van de winsten die vooral bij winstgevende en succesvolle ondernemingen sterk kunnen stijgen door de politiek van gelijke lonen. Daarnaast wilde men ook de concentratie van het eigendom bij een kleine groep aandeelhouders tegen gaan en de invloed van de werknemers op de ondernemingen vergroten.

Het ziet er voorlopig nog niet naar uit dat deze plannen ook werkelijk uitgevoerd zullen worden.

Het voorgestelde systeem is, evenals de meeste voorstellen in andere landen, beslist geen systeem van vermogensaanwasdeling. Het is eerder een collectief winstdelingssysteem.

7. T.a.p. pag. 59.

3.7. CONCLUSIES

Van de ons bekende voorstellen en realisaties van bezitsvormingssystemen die gevoed worden uit de winst van de onderneming is er slechts één te typeren als een systeem van vermogensaanwasdeling, nl. het Franse systeem van de participatiereserve, ingevoerd in 1967. Aangezien het daarbij mogelijk is om de overwinst uit te keren in de vorm van contanten, die weliswaar gestort moeten worden op een geblokkeerde rekening, is ook dit systeem niet een VAD-regeling in de enge zin van de door ons gegeven definitie. Het Franse systeem verschilt van het Nederlandse voorstel door zijn zeer ruime fiscale faciliteiten en doordat het zuiver ondernemingsgewijs en individueel gericht is. De overwinstvaststelling sluit daarbij volledig aan bij de fiscale inhoud van de begrippen winst en vermogen, terwijl de primaire vergoeding voor het eigen vermogen op een relatief laag niveau ligt.

Het Franse systeem is verder het enige ons bekende systeem in de ons omringende landen waarbij een wettelijk verplichte deling van de werknemers in de groei van het ondernemingsvermogen plaatsvindt. Er zijn wel verschillende voorstellen die uitgaan van de door de onderneming behaalde winst (niet de overwinst) zoals in Duitsland en Zweden, of die aansluiten bij de door de onderneming betaalde loonsom (Denemarken) of het geplaatste kapitaal (Engeland), maar geen van al deze systemen is tot nu toe wettelijk verplicht ingevoerd. Wel bestaat er een aantal regelingen waardoor fiscale faciliteiten worden geboden indien via een vrijwillige overeenkomst de werknemers kunnen delen in de winst of het vermogen van hun ondernemingen.

De kwantificering van de belangrijkste VAD-voorstellen voor een fictieve representatieve onderneming

4.1. INLEIDING

In dit hoofdstuk zal een vergelijking worden gemaakt van de mogelijke VAD-opbrengst volgens de belangrijkste voorstellen die in de loop van de tijd in Nederland zijn gedaan. Hierbij zal gebruik worden gemaakt van een fictieve onderneming, waarvoor de gegevens betreffende de balansstructuur en de herwaardering van de activa zo realistisch mogelijk zijn vastgesteld.

4.2. DE BASISGEGEVENS

4.2.1. De rentabiliteit van de op de beurs genoteerde ondernemingen

Over de rentabiliteit van de Nederlandse ondernemingen zijn slechts weinig cijfers beschikbaar. Dit wordt mede veroorzaakt door de beperkte publikatieplicht. Tot publikatie van de jaarrekening zijn slechts verplicht naamloze vennootschappen, grotere besloten vennootschappen, besloten vennootschappen die het bank- of verzekeringsbedrijf uitoefenen of die (certificaten van) obligaties aan toonder hebben uitstaan, alsmede grotere coöperatieve verenigingen.

Bovendien is de publikatieplicht van de grotere besloten vennootschappen (balanstotaal ten minste f 8.000.000,- en ten minste 100 werknemers) zeer beperkt. Zo hoeven deze ondernemingen de resultatenrekening niet te publiceren.

Systematisch zijn slechts gegevens beschikbaar voor de op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen.

In tabel 4.1. zijn opgenomen de gegevens betreffende de rentabiliteit van het eigen vermogen van 168 op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde

Rentabiliteit eigen vermogen	Aantal ondernemingen	Eigen vermogen × f 1000.000,-
negatief	39 (23,2 %)	6574,8 (13,0 %)
0-5 %	27 (16,1 %)	2167,9 (4,3 %)
5-10 %	50 (29,8 %)	15107,0 (29,9 %)
10-15 %	31 (18,5 %)	9077,7 (18,0 %)
15-20 %	13 (7,7 %)	844,8 (1,7 %)
20-25 %	7 (4,2 %)	16773,0 (33,2 %)
> 25 %	1 (0,6 %)	21,9 (0,04 %)
10,9 %	168 (100 %)	50568,0 (100 %)

Tabel 4.1. De rentabiliteit van 168 op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen in 1976.¹

ondernemingen. Gemiddeld blijkt de rentabiliteit over het eigen vermogen in 1976 voor deze ondernemingen 10,9 % te bedragen. Dit wordt echter sterk bepaald door de resultaten van één onderneming, nl. Koninklijke Olie. Deze onderneming behaalde over 1976 een nettowinst van f 3599,4 miljoen, over een eigen vermogen per ultimo van f 16.549,8 miljoen, hetgeen een rentabiliteit van 21,7 % over het eigen vermogen impliceert. Elimineren we deze onderneming dan resteert voor de overige 167 ondernemingen een gemiddelde rentabiliteit van het eigen vermogen van 5,6 %.

Over deze rentabiliteit dienen dan nog de volgende opmerkingen te worden gemaakt. De rentabiliteit is berekend op basis van de gepubliceerde jaarrekeningen. Zowel voor de winstbepaling als voor de vaststelling van de waarde van het eigen vermogen worden verschillende systemen gehanteerd. Dit kan tot grote verschillen leiden, waardoor de rentabiliteiten van de ondernemingen niet zonder meer met elkaar vergeleken kunnen worden. Een tweede opmerking betreft het feit dat de gepubliceerde cijfers betrekking hebben op de gehele onderneming, terwijl van de winst en het eigen vermogen een groot deel in het buitenland behaald resp. geïnvesteerd kan zijn.

Vooral de groep van ondernemingen die op de beurs genoteerd zijn, zal vaak een gedeelte van de activiteiten in het buitenland hebben. Voor de vermogensaanwasdeling worden echter de in Nederland behaalde winst en het in Nederland geïnvesteerde vermogen als basis genomen.

1. Bron: C.B.S., Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-n.v.'s 1976, Den Haag, 1978.

4.2.2. De fiscale rentabiliteit

Bij de bepaling van de overwinst volgens de wetsontwerpen betreffende de VAD wordt uitgegaan van de fiscale winst en het fiscale eigen vermogen. De meest recent beschikbare cijfers over de fiscale resultaten hebben betrekking op het jaar 1970.² In tabel 4.2. zijn de rentabiliteitspercentages vermeld van 4.221 ondernemingen met een eigen vermogen van ten minste f 1.000.000,— voor het jaar 1970. Als rentabiliteit is genomen de fiscale winst, volgens vermogensvergelijking, vóór aftrek van belastingen en winstuitkeringen, gedeeld door de gemiddelde waarde van het fiscale begin- en eindvermogen.

Rentabiliteit eigen vermogen vóór belasting (fiscaal) in 1970	Percentage van de ondernemingen
100 % en hoger	2 %
50 tot 100 %	5 %
25 tot 50 %	17 %
15 tot 25 %	18 %
10 tot 15 %	10 %
5 tot 10 %	12 %
0 tot 5 %	17 %
niet te groeperen	1 %
totaal met winst	82 %
met verlies	18 %
	100 %

Tabel 4.2. Fiscale rentabiliteit van 4221 grotere ondernemingen in 1970.³

De 1 % van de ondernemingen die volgens tabel 4.2. niet zijn in te delen, betreft ondernemingen met een (gemiddeld) negatief eigen vermogen. De gehele groep van 4221 ondernemingen kan worden verdeeld in 3.764 'werkmaatschappijen' en 457 'holding companies'. Onder de laatste groep vallen de houdstermaatschappijen waarvan de dochterondernemingen zelfstandig in de vennootschapsbelasting worden aangeslagen, alsmede de effecten-beleggingsmaatschappijen.

De grondslag voor het bepalen van de vermogensaanwasdeling is volgens de wetsontwerpen de fiscale winst, ná aftrek van de winst die in het buitenland

2. C.B.S., Winststatistiek van naamloze vennootschappen en overige rechtspersoonlijkheid bezittende ondernemingen 1970, grotere ondernemingen.

3. Berekend op basis van tabel 4 van de Winststatistiek 1970, C.B.S.

is behaald, en ná aftrek van de winst die reeds bij deelnemingen is belast. Aangezien de winst van de 'holding companies' voor 97 % bestaat uit deelnemingswinst, beperken wij ons hierna tot de 'werkmaatschappijen'.

Van de 3764 werkmaatschappijen hadden in 1970 3064 ondernemingen (= 81,4 %) een positieve winst volgens vermogensvergelijking. De gezamenlijke winst van deze ondernemingen kan als volgt worden uitgesplitst:

– deelnemingswinst	28 %
– buitenlandse bedrijfswinst	13 %
– Nederlandse bedrijfswinst	59 %
<hr/>	
– winst volgens vermogensvergelijking	100 %

De deelnemingswinst omvat zowel binnen- als buitenlandse deelnemingswinst, alsook winst uit beleggingen. De Nederlandse bedrijfswinst kan verdeeld worden in:

– investeringsaftrek	3 %
– aftrekbare bedrijfskosten	6 %
– overige vrijgestelde winstbestanddelen	1 %
– verrekend met verliezen alsmede giften	12 %
– belastbare winst	78 %
<hr/>	
– Nederlandse bedrijfswinst	100 %

Het voorgaande impliceert dat van de winst volgens vermogensvergelijking slechts $0,59 \times 0,78 = 46\%$ als in Nederland belastbare winst resteert, en dat uiteindelijk slechts $0,54 \times 0,46 = 25\%$ van de winst volgens vermogensvergelijking als fiscale winst ná belasting resteert, (bij een belastingtarief van 46 %, het in 1970 geldende tarief voor de vennootschapsbelasting). Nu is juist de fiscale winst ná belasting in de VAD-wetsontwerpen de basis voor de bepaling van de overwinst, waarvan dan een bepaald percentage als vermogensaanwasdeling dient te worden afgedragen. Deze overwinst wordt bepaald door op de fiscale winst ná belasting een vergoeding over het in de onderneming geïnvesteerde eigen vermogen in mindering te brengen.

Bij het voorgaande dient wel te worden bedacht dat de vrijgestelde deelnemingswinst voor een gedeelte bestaat uit winst die reeds bij andere Nederlandse ondernemingen wordt belast, en derhalve reeds daar VAD-plichtig is. Volgens een ruwe schatting betreft dit ongeveer 1/6 deel van de deelnemingswinst. (Deze schatting is gemaakt door het CBS.)

4.2.3. De financiële structuur van de Nederlandse ondernemingen

Ook met betrekking tot de financiële structuur van de Nederlandse ondernemingen zijn er slechts weinig gegevens bekend. Fiscale cijfers ontbreken

Activa

– duurzame produktiemiddelen	53.014	(35,0 %)
– niet in het productieproces opgenomen vaste activa	1.114	(0,7 %)
– immateriële activa	1.200	(0,8 %)
– deelnemingen	4.853	(3,2 %)
– langlopende leningen en vorderingen	2.741	(1,8 %)
totaal op lange termijn vastgelegd	62.922	(41,6 %)
– voorraden	40.030	(26,4 %)
– vorderingen op korte termijn	34.074	(22,5 %)
– leningen en beleggingen op korte termijn	5.237	(3,5 %)
– kas, bank, giro	9.084	(6,0 %)
totaal op korte termijn vastgelegd	88.425	(58,4 %)
totaal activa	151.348	(100,0 %)

Passiva

– gestort gewoon aandelenkapitaal	9.160	(6,1 %)
– gestort preferent aandelenkapitaal	606	(0,4 %)
– agio	2.171	(1,4 %)
– herwaardering	4.278	(2,8 %)
– vervangingsreserve	1.394	(0,9 %)
– overige reserves	32.959	(21,8 %)
totaal eigen vermogen	50.568	(33,4 %)
– minderheidsbelang van derden	4.032	(2,7 %)
– schulden aan deelnemingen	157	(0,1 %)
– voorzieningen	15.629	(10,3 %)
– achtergestelde leningen	743	(0,5 %)
– overige converteerbare obligatie-leningen	1.175	(0,8 %)
– obligatieleningen	7.380	(4,9 %)
– overige langlopende leningen en schulden	16.078	(10,6 %)
– kortlopende schulden aan banken	6.963	(4,6 %)
– overige kortlopende schulden	48.624	(32,1 %)
totaal vreemd vermogen	100.780	(66,6 %)
totaal passiva	151.348	(100,0 %)

Tabel 4.3. Gecombineerde balans van 168 op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen voor 1976 ($\times f 1.000.000,-$).

hier in het geheel. Slechts over de op de beurs genoteerde ondernemingen zijn enige gegevens bekend. In tabel 4.3. geven we de balanscijfers, volgens de gepubliceerde jaarrekeningen, van 168 op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen voor 1976. (Bewerkt en gerangschikt door het CBS.⁴)

Bij deze balanscijfers zijn soortgelijke opmerkingen te maken als bij de gegevens betreffende de rentabiliteit van de ondernemingen. Met name de wijze waarop de activa worden gewaardeerd (bijv. historische uitgaafprijs of vervangingswaarde) heeft grote invloed op de samenstelling van de balans.

4.2.4. *Indexcijfers betreffende de waarde-ontwikkeling van de activa*

Bij de berekening van de overwinst volgens de regeling in de VAD-wetsontwerpen wordt de fiscale waarde van het eigen vermogen geherwaardeerd. Deze herwaardering geschiedt als volgt:

'4. De waarde van tot het eigen vermogen behorende, als bedrijfsmiddel gebezigde gebouwen, vervoermiddelen, machines en installaties wordt bepaald door de aanschaffings- of voortbrengingskosten van die bedrijfsmiddelen te verhogen of te verlagen met een door Onze Minister, in overeenstemming met Onze Minister van Economische Zaken, op grond van door het Centraal Bureau voor De Statistiek verstrekte gegevens voor elk van de genoemde groepen bedrijfsmiddelen vastgesteld percentage van die kosten, en de uitkomst daarvan te verminderen met een bedrag wegens afschrijving, berekend tot het einde van het boekjaar, met toepassing van de voor de fiscale winstberekening gehanteerde normale afschrijvingspercentages. De waarde van de in het eigen vermogen begrepen, als bedrijfsmiddel gebezigde grond, daaronder begrepen de ondergrond van gebouwen, en de waarde van de in het eigen vermogen begrepen voorraden, gewaardeerd volgens bij algemene maatregel van bestuur aangewezen stelsels, worden bepaald overeenkomstig bij algemene maatregel van bestuur gestelde regels,'⁵ aldus het wetsvoorstel. De toepassing van de normale fiscale afschrijvingspercentages impliceert dat er bij de herwaardering geen vervroegde afschrijvingen zullen worden toegepast. Uit de memorie van toelichting op het wetsontwerp blijkt dat voor de waardebepaling van de grond zal worden aangesloten bij de waarde in het economische verkeer, terwijl men voor de voorraden, gewaardeerd volgens het

4. C.B.S., Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-n.v.'s 1976, pag. 38.

5. Regeling voor de vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 9, pag. 2-3.

ijzeren voorraadstelsel, het verschil tussen de vaste basisprijs en de prijs op de inkoopmarkt mag worden bijgeteld.⁶

In tabel 4.4. staan enkele door ons berekende indexcijfers vermeld, die gebruikt kunnen worden voor de herwaardering van het eigen vermogen op de wijze zoals bepaald in de VAD-wetsontwerpen.

Jaar	Gebouwen	Machines + installaties	Vervoer- middelen	Terreinen
1963	92	94		
1964	100	100	100	
1965	106	103	99	100
1966	113	108	100	136
1967	117	107	105	160
1968	121	105	105	196
1969	130	109	104	225
1970	141	116	110	220
1971	155	126	113	252
1972	170	130	124	282
1973	182	129	120	313
1974	206	144	132	377
1975	227	160	145	
1976	246	171	164	441
1977	270	174	178	

Tabel 4.4. Enige indexcijfers ter bepaling van de herwaardering van het eigen vermogen.

De indices betreffende de prijsontwikkeling van de gebouwen, machines en installaties en vervoermiddelen zijn berekend uit tabel 23 van de Nationale Rekeningen.⁷ Voor gebouwen is de prijsontwikkeling genomen van de categorie 'gebouwen voor bedrijven en overheid', voor machines en installaties de categorie 'machines en overige uitrustingsstukken' en voor vervoermiddelen de prijsontwikkeling van 'wegvervoer (overige vervoermiddelen)'. De prijsontwikkeling van de terreinen is de (rekenkundig) gemiddelde prijsstijging van 'bouwgrond door gemeenten verkregen', 'bouwterreinen gekocht van gemeenten' en 'bouwterreinen gekocht van derden'.⁸ (Het indexcijfer terreinen voor 1976 heeft slechts betrekking op het eerste halfjaar.)

6. Regeling voor de vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1975-1976, 13965 no. 3, pag. 28.

7. C.B.S., Nationale rekeningen 1977 en 1973, tabel 23.

8. C.B.S., Maandstatistiek voor de bouwrijverheid 1977.

4.2.5. De gegevens van een fictieve onderneming

In tabel 4.5. staan enkele gegevens betreffende de activa van de gefingeerde onderneming N.V. Vadofnie.

Activa	Aan- schaf- per 1-1-	Aan- schaf- prijs	Fiscale waarde			Actuele waarde		
			1-1-'77	1-1-'78	afschr.	1-1-'77	1-1-'78	afschr.
terreinen	1964	1,00	1,00	1,00	—	4,50	5,18	
	1970	3,00	3,00	3,00	—	6,00	6,90	—
gebouwen	1964	9,00	3,66	3,48	0,18	14,77	15,35	0,79
	1971	11,60	6,34	6,11	0,23	16,65	17,50	0,67
machines + installa- ties	1964	8,00	2,80	2,40	0,40	5,07	4,44	0,74
	1971	10,00	5,80	5,10	0,70	8,53	7,65	1,05
	1972	12,00	6,00	4,80	1,20	8,16	6,62	1,66
	1974	8,50	3,40	1,70	1,70	4,49	2,30	2,30
vervoer- middelen	1974	2,50	1,00	0,50	0,50	1,37	0,74	0,74
	1975	3,00	1,00	0,00	1,00	1,24	0,00	1,35
	1976	1,50	1,00	0,50	0,50	1,13	0,62	0,62
ijzeren voorraad			5,00	5,00		10,00	10,50	
overige voorraden			25,00	26,25		25,00	26,25	
herinvest. afschr.				9,91			9,91	
totaal materiële activa			65,00	69,75	6,41	106,91	113,96	9,91
monetaire activa			35,00	37,28		35,00	37,28	
balanstotaal			100,00	107,03		141,91	151,24	

Tabel 4.5. Enkele gegevens betreffende de activa van de N.V. Vadofnie.

De fiscale boekwaarde van de activa wordt gevonden door op de aanschafprijzen normale fiscale afschrijvingspercentages toe te passen. De hier toegepaste percentages bedragen voor gebouwen 3 % per jaar, voor machines en installaties resp. 5, 7, 10 en 20 % en voor vervoermiddelen resp. 20, $33\frac{1}{3}$ en $33\frac{1}{3}$ % per jaar. Op de gebouwen is bovendien een vervroegde afschrijving van tweemaal $16\frac{2}{3}$ % toegepast.

De actuele waarde van de activa is berekend op de wijze zoals voorgeschreven in de wetsontwerpen betreffende de vad. De actuele waarde wordt gevonden door de aanschafprijs uit het jaar van aanschaf te corrigeren met de

mutatie in de relevante prijsindex (zie tabel 4.4.) sinds het moment van aanschaf, en door vervolgens op de gevonden waarde normale afschrijvingspercentages (dus geen vervroegde afschrijvingen) in mindering te brengen.

De leeftijdsopbouw van de activa is geheel gefingeerd. We veronderstellen dat de onderneming een fiscaal eigen vermogen heeft van 33 en een vreemd vermogen van 67. (Beide per 1-1-1977.) De actuele waarde van de activa bedraagt per 1-1-1977 141,91 tegen een fiscale waarde van 100. Dit impliceert een extra waarde van 41,91, die, rekening houdend met een belastingtarief van 48 %, welke belasting bij realisatie van de extra waarde zal zijn verschuldigd, kan worden verdeeld in 20, 12 voorziening voor latente belastingen en 21,79 herwaarderingsreserve.⁹ Op basis van actuele waarde is de onderneming dan gefinancierd met 54,79 (= 33,00 + 21,79) eigen vermogen en 87,12 (= 67,00 + 20,12) vreemd vermogen. Het aandeel van het eigen vermogen bedraagt dan $54,79/141,91 = 38,6\%$ op basis van een waardering van de activa op actuele waarde. Op basis van fiscale waarde is de onderneming voor 33 % met eigen vermogen gefinancierd. Uit tabel 4.3. bleek dat de op de beurs genoteerde Nederlandse ondernemingen gemiddeld voor 33,4 % met eigen vermogen zijn gefinancierd. Deze ondernemingen zijn slechts ten dele gewaardeerd op basis van actuele waarde; veelal vindt waardering op basis van historische kosten plaats.¹⁰

We nemen verder aan dat de onderneming over het fiscale eigen vermogen een rentabiliteit behaalt van 50 % vóór belastingen (over het aan het begin van het jaar aanwezige fiscale eigen vermogen), dat de gehele winst in Nederland wordt behaald en ook geheel belast is, zodat de fiscale winst ná belasting (48 %), 8,58 bedraagt ($0,52 \times 0,50 \times 33$). Deze rentabiliteit is vrij hoog vergeleken met het merendeel van de ondernemingen (zie § 4.2.2.).

Gegeven is verder dat het gemiddelde effectieve rendement op langlopende staatsleningen in 1977 8,1 % bedroeg.

4.3. DE OPBRENGST VOLGENS DE BELANGRIJKSTE VAD-VOORSTELLEN

Uitgaande van de gegevens betreffende de fictieve onderneming kunnen we nu de VAD-opbrengst berekenen volgens de belangrijkste in de loop van de tijd gepresenteerde voorstellen. Deze voorstellen hebben we besproken in hoofdstuk 2. De resultaten van de berekeningen zijn samengevat in tabel 4.6.

9. In de praktijk worden ook andere methoden voor de waardering van de belastinglatenties gehanteerd. Wij zullen in deze studie niet op de daarmee samenhangende problematiek ingaan.

10. Zie bijv. J. Klaassen, De vervangingswaarde, Alphen aan den Rijn, 1975.

VAD-voorstel	Romme en Van den Brink 1945 I	Vakcentrales 1964 II	SER-rapport 1968 III	Interimnota in- komensbeleid '75 IV	VAD-wetsontwerp 1976 V	Gewijzigd wets- ontwerp 1977 VI	Wetsontwerpen 1978 VII
1. winst	8,58	5,08	5,08	8,58	8,58	8,58	8,58
2. eigen vermogen		33,00	54,79	33,00	85,79	85,79	74,91
3. normale vergoe- ding (%)		8,1 %	8,1 %	10,1 %	10,1 %	10,1 %	11,1 %
4. normale vergoe- ding (2×3)		2,67	4,44	3,33	8,66	8,66	8,32
5. overwinst (1-4), resp. rendements- tekort		2,41	0,64	5,25	0,08	0,08	0,26
6. aftrek stille reserves						2,10	2,10
7. overwinst (5-6) resp. rendements- tekort		2,41	0,64	5,25	0,08	2,18	1,84
8. VAD-uitkering ($0,24 \times 7$)	2,06	0,58	0,15	1,26	—	—	—

Tabel 4.6. Samenvatting berekening voorbeeld VAD-bepaling.

I. Romme en Van den Brink gaan in hun voorstel (1945) uit van een uitkering van een gedeelte van de winst na belasting, zonder daarop een vergoeding over het eigen vermogen in mindering te brengen (zie § 2.2.). Onze fictieve onderneming behaalt over 1977 een (fiscale) winst ná belasting van $0,52 \times 0,50 \times 33 = 8,58$. Een VAD-uitkering van 24% hiervan (24% is het uitkeringspercentage zoals voorgesteld in de wetsontwerpen uit 1978) betekent derhalve een uitkering van 2,06.

II. De vakcentrales gaan in hun voorstel uit 1964 (zie § 2.5.) uit van de fiscale winst ná aftrek van belasting, waarbij de fiscale winst gecorrigeerd dient te worden voor afschrijvingen op basis van vervangingswaarde. Indien we aannemen dat de in § 4.2.5. berekende actuele waarden een juist beeld geven van de vervangingswaarde, dan betekent dit extra afschrijvingen ten bedrage van $9,91 - 6,41 = 3,50$. Deze afschrijvingen dienen in mindering te worden gebracht op de fiscale winst ná belasting, waardoor deze daalt tot $8,58 - 3,50 = 5,08$.

Nemen we verder aan dat de normale vergoeding gelijk wordt gesteld aan

het effectieve rendement op langlopende staatsleningen, te rekenen over het aan het begin van het jaar aanwezige fiscale eigen vermogen, dan impliceert dit een normale vergoeding van $0,081 \times 33 = 2,67$ en een overwinst van $5,08 - 2,67 = 2,41$, waarvan dan 24% ofwel 0,58 als VAD dient te worden uitgekeerd. (Indien de normale vergoeding niet wordt berekend over het aan het begin van het jaar aanwezige vermogen, maar over het gemiddeld aanwezige eigen vermogen, dan valt de VAD-uitkering te becijferen op 0,49.)

III. Het SER-rapport uit 1968 (zie § 2.8.) gaat, evenals het voorstel van de vakcentrales uit 1964, uit van de fiscale winst na afschrijving op basis van vervangingswaarde, dus in ons voorbeeld 5,08. De normale vergoeding is nu echter gelijk aan het effectieve rendement op langlopende staatsleningen, te berekenen over het eigen vermogen volgens de commerciële balans. Ervan uitgaande dat het eigen vermogen volgens de commerciële balans gelijk is aan het fiscale eigen vermogen plus 52% van de herwaardering, betekent dit een eigen vermogen van 54,79 en een normale vergoeding van $0,081 \times 54,79 = 4,44$. De overwinst bedraagt dan $5,08 - 4,44 = 0,64$, en de VAD-uitkering 0,15. (Uitgaande van het gemiddeld aanwezige eigen vermogen zou de VAD-uitkering hier 0,06 bedragen.)

IV. De interimnota Inkomensbeleid uit 1975 (zie § 2.9.) gaat uit van de fiscale winst en het fiscale eigen vermogen. Nemen we aan dat de risico-opslag bij de normale vergoeding 2% bedraagt, dan resteert hier een overwinst van $8,58 - 0,101 \times 33 = 5,25$, en een VAD van 1,26. (1,15 uitgaande van het gemiddeld aanwezige eigen vermogen.)

V. Het wetsontwerp van juni 1976 (zie § 2.11.) gaat uit van de fiscale winst en het geherwaardeerde eigen vermogen per ultimo van het boekjaar. Bij de herwaardering van het eigen vermogen wordt geen rekening gehouden met de latente belastingen die bij realisatie over het verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van de activa zijn verschuldigd. Het fiscale vermogen wordt derhalve verhoogd met het verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van de activa. De overwinst bedraagt derhalve $8,58 - 0,101 \times 85,79 = 8,58 - 8,66 = -0,08$, hetgeen een rendementstekort betekent.

Dit rendementstekort mag worden verrekend met eventuele overwinsten in het voorafgaande of een van de drie eerstvolgende jaren. Over 1977 zal in ieder geval geen VAD-uitkering verschuldigd zijn.

VI. Het gewijzigde wetsontwerp van januari 1977 (zie § 2.12.) bevat dezelfde regeling ter bepaling van de overwinst als het oorspronkelijke wetsontwerp. Echter gedurende de eerste 10 jaren na invoering van de VAD-regeling, mag bij deze VAD-regeling jaarlijks 1/20 deel van het verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van het eigen vermogen, zoals dat bestond op het

moment van invoering van de VAD-regeling, op de winst in mindering worden gebracht, alvorens er sprake is van overwinst. Dit ter voorkoming van een indirecte terugwerkende kracht van de regeling. Hierdoor neemt het rendementstekort met $0,05 \times 41,91 = 2,10$ toe tot 2,18. Dit rendementstekort mag nu verrekend worden met eventuele overwinsten in het voorafgaande of een van de eerstvolgende zes jaren. Ook nu zal er over 1977 geen VAD verschuldigd zijn.

vii. Volgens de in 1978 ingediende wetsontwerpen betreffende de VAD (zie § 2.14.) wordt de risico-opslag verhoogd van twee naar drie procentpunten en wordt de vergoeding over het eigen vermogen berekend over het eigen vermogen aan het begin van het boekjaar. Dit impliceert een overwinst van $8,58 - 0,111 \times 74,91 = 8,58 - 8,32 = 0,26$. De verrekening van de stille reserves is gelijk aan de regeling van januari 1977, zodat er voor 1977 een verrekenbaar rendementstekort resteert van 1,84 en er derhalve wederom geen VAD is verschuldigd.

Bij de bovenstaande berekeningen kan nog de volgende kanttekening worden geplaatst: we zijn steeds uitgegaan van een eigen vermogen per ultimo zonder rekening te houden met eventuele winstuitkeringen. Eventuele winstuitkeringen verlagen de omvang van het eigen vermogen per ultimo, en daarmee de normale vergoeding krachtens de voorstellen besproken onder no. v en vi (de wetsvoorstellen van 1976 en 1977).

In de regel vindt de winstuitkering echter plaats na afloop van het betreffende boekjaar. Dit zou dan weer betekenen dat het vermogen per ultimo zou moeten worden verminderd met de winstuitkering over het voorafgaande boekjaar. Een en ander kan ertoe leiden dat de normale vergoeding iets lager wordt. Bij een winstuitkering in 1977 van de helft van de winst, dus van $0,5 \times 8,58 = 4,29$, daalt de normale vergoeding met $0,081 \times 4,29 = 0,35$. In het voorstel van 1976 resteert er dan een overwinst van 0,27 en een VAD-uitkering van 0,06, terwijl volgens het voorstel van 1977 het rendementstekort na verrekening van de stille reserves afneemt tot 1,83.

4.4. CONCLUSIES

Uit de berekeningen in dit hoofdstuk blijkt, dat de mogelijke VAD-uitkering volgens de verschillende voorstellen die in de loop van de tijd in Nederland zijn gedaan sterk is afgenomen. Dit moet uiteraard binnen de beperkingen van het gehanteerde cijfervoorbeeld gezien worden.

Hierbij zijn we uitgegaan van een realistische balansstructuur, maar wel

van een vrij hoge waarde voor de rentabiliteit van het (fiscale) eigen vermogen, nl. 50 % vóór belasting. Verder hebben we ook aangenomen dat de gehele winst bestaat uit belastbare binnenlandse winst. Bij meer realistische winstcijfers zal de VAD-uitkering derhalve nog een stuk lager kunnen zijn, ofwel de rendementstekorten hoger. In hoeverre een en ander misschien wordt veroorzaakt door 'dubbeltellingen' bij de bepaling van de normale vergoeding over het in de onderneming geïnvesteerde vermogen zal onderwerp van bespreking zijn in hoofdstuk 7.

De VAD-opbrengst voor het gehele Nederlandse bedrijfsleven

5.1. DE SCHATTING VAN DE VAD-OPBRENGST IN HET SER-ADVIES UIT 1975

In het SER-advies uit 1975, naar aanleiding van de door de regering in haar nota *Inkomensbeleid* voorgestelde vermogensaanwasdeling, is een schatting voor de mogelijke omvang van de VAD-aanspraken voor het jaar 1975 opgenomen.¹ Het grote probleem bij het maken van een dergelijke schatting is het ontbreken van het benodigde cijfermateriaal. De meest recente beschikbare cijfers over de door de grotere ondernemingen behaalde fiscale winsten en de omvang van het fiscale eigen vermogen voor deze ondernemingen hadden betrekking op het fiscale jaar 1970.² Sindsdien zijn er nog geen recentere gegevens ter beschikking gekomen. Wel is de totale opbrengst van de vennootschapsbelasting voor latere jaren bekend. Op basis van de beschikbare CBS-cijfers over fiscale winsten en vermogens van 4000 N.v.'s werd met behulp van een integrale telling van het CBS over 1965 voor de jaren 1967–1970 de gemiddelde fiscale winst na belasting en het fiscale eigen vermogen per winstklasse afgeleid. Met behulp van de financiële gegevens van ongeveer 150 ondernemingen en de gemiddelde loonsom per werknemer werd per winstklasse een loonsom toegerekend. Aan de hand van de ontwikkeling van de winsten, de vermogens en de lonen werden de gegevens geëxtrapoleerd naar 1975. Daarbij werd rekening gehouden met de aan de staat toevallende aardgasbaten. Bij gebrek aan gegevens werd uitgegaan van een gelijkblijvende verdeling van de winsten, vermogens en loonsom over de verschillende winstklassen. De mogelijke VAD-opbrengst voor het jaar 1975 werd voor twee verschillende varianten berekend.

De eerste variant hield in dat als VAD zou moeten worden afgedragen 10 %

1. Sociaal-Economische Raad, Advies inzake de door de regering voorgestelde vermogensaanwasdeling, Den Haag 1975, Bijlage II.

2. Centraal Bureau voor de Statistiek, Winststatistiek van naamloze vennootschappen en overige rechtspersoonlijkheid bezittende ondernemingen 1970, grotere ondernemingen.

van de winst na belasting die zou resteren na aftrek van 10 % over het fiscale eigen vermogen. Dit zou voor 1975 een opbrengst betekenen van 310 miljoen gulden.

De tweede variant hield in dat als VAD zou worden geheven 10 % van de winst na belasting nadat die eerst zou zijn verminderd met 15 % van de loonsom. Voor 1975 zou dit een opbrengst van 320 miljoen gulden kunnen impliceren.

Gewezen werd op het feit dat de berekening gebaseerd was op het feitelijke verloop van de opbrengst van de vennootschapsbelasting, die in 1975 negatief werd beïnvloed door de teruglopende conjunctuur en de verruiming van de fiscale investeringsfaciliteiten (vervroegde afschrijvingen en investeringsaftrek). Op basis van een extrapolatie van de fiscale winst van 1973 en van een verder stijgen van de aardgaswinsten zou de VAD-opbrengst onder gemiddelde conjuncturele omstandigheden kunnen tenderen naar een bedrag van 500 miljoen gulden. Men was zich daarbij zeer bewust van de onzekerheidsmarge waarmee de cijfers zijn omgeven.

5.2. DE RAMING VAN DE VAD-OPBRENGST VOLGENS HET WETSONTWERP UIT 1976

In juni 1976 werd het eerste wetsvoorstel betreffende de VAD bij de Tweede Kamer ingediend.³ Volgens dit wetsontwerp zouden de ondernemingen een gedeelte van de overwinst als VAD met ingang van het boekjaar 1975 dienen af te dragen. Bij de bepaling van de normale vergoeding wordt volgens dit wetsontwerp de fiscale winst verminderd met een normale vergoeding over het op een bepaalde wijze geherwaardeerde eigen vermogen.

In de toelichting op het wetsontwerp werd verwezen naar het bedrag van ca. 300 miljoen dat in het advies van de SER werd vermeld. 'Een inmiddels verrichte nadere toetsing op basis van meer recente gegevens heeft uitgewezen dat met een uiterst globale raming in dezelfde orde van grootte moet worden volstaan. Daarbij is enerzijds in aanmerking genomen de ten opzichte van de eerdere vermelde ramingen opbrengstdrukkende werking van de in het huidige wetsontwerp neergelegde herwaardering van het fiscale vermogen, terwijl anderzijds de mogelijke stijging van het aan het fonds toekomende percentage van de vermogensaanwas een positief effect heeft op de eerder gemaakte ramingen,'⁴ aldus de memorie van toelichting op het wetsontwerp.

3. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1975-1976, 13965 no. 2.

4. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1975-1976, 13965 no. 3, pag. 18.

Wat betreft de herwaardering van het fiscale vermogen: deze hebben we besproken in hoofdstuk 4. Een raming van de mogelijke omvang van de herwaardering is aan zeer grote onzekerheden gebonden, gezien het ontbreken van gegevens betreffende o.a. de leeftijdsopbouw van de activa, de samenstelling van de fiscale waarde van de activa en andere gegevens, zoals bijv. de mate waarin ondernemingen gebruik maken van voorraadwaarderingssystemen zoals de ijzeren voorraad.

De herwaardering wordt versterkt doordat de gehele waardestijging van de activa aan het eigen vermogen wordt toegerekend en doordat er geen rekening wordt gehouden met de fiscale latentie die op deze herwaardering rust. Het niet irrealistische voorbeeld in hoofdstuk 4 leidde tot een herwaardering van het eigen vermogen volgens het onderhavige wetsontwerp met 160 %. Gezien het voorgaande en gelet op de fiscale mogelijkheden tot vervroegde afschrijvingen, de optredende inflatie en de financiële structuur van de ondernemingen lijkt een feitelijke herwaardering van het eigen vermogen met 100 à 150 % zeker niet aan de hoge kant.

Van de overwinst die resteert nadat op de fiscale winst na belasting een normale vergoeding over het geherwaardeerde eigen vermogen in mindering is gebracht, dient een bepaald percentage als VAD te worden afgedragen. Dit percentage is in het wetsontwerp vastgesteld op 10 % voor 1975, 12 % voor 1976, en zal in de daarna volgende jaren, afhankelijk van het verschil tussen de ontwikkeling van de reële loonkosten en van de arbeidsproductiviteit kunnen variëren. Maximaal kan dit percentage dan voor 1979 20 bedragen tegen minimaal 6. Gezien de afhankelijkheid van de ontwikkeling van de reële loonkosten lijkt een sterke stijging van het percentage al bij voorbaat uitgesloten.

De normale vergoeding over het eigen vermogen is gesteld op het effectieve rendement op staatsleningen, verhoogd met een risicoopslag van twee procent-punten. 10 % lijkt hiervoor een goede benadering.

Uitgaande van de cijfers uit het SER-rapport komen we dan tot de volgende berekening van de VAD-opbrengst voor 1975 krachtens het wetsvoorstel van juni 1976: (tabel 5.1.).

De vermogens en winsten van de ondernemingen zijn ingedeeld naar winstklasse. Winstklasse 0-5 betekent dat in die klasse alle ondernemingen vallen met een fiscale winst volgens vermogensvergelijking (voor belasting) in procenten van het fiscale eigen vermogen van 0 tot 5 %. Bij een herwaardering van het eigen vermogen met 100 % blijkt de VAD-opbrengst voor 1975 slechts ongeveer 210 miljoen gulden te bedragen. Bij een herwaardering van 150 of

Winstklasse:	0-5	5-10	10-15	15-25	25-50	50-100	> 100	Totaal
Winst na belasting	105	300	645	975	1465	810	1930	6230
Fiscaal eigen vermogen	8400	8400	10880	12360	8530	2370	750	52000
Herwaardering (100 %)	8400	8400	10880	12560	8530	2370	750	52000
Normale vergoeding	1680	1680	2176	2472	1706	474	150	
Overwinst	—	—	—	—	—	336	1780	2116
VAD	—	—	—	—	—	34	178	212

Tabel 5.1. Mogelijke VAD-opbrengst voor 1975 bij een herwaardering van het eigen vermogen met 100 % (\times 1 miljoen gulden).

200 % bedraagt de VAD resp. 180 en 160 miljoen gulden. Een verhoging van het afdrachtpercentage van 10 naar 12 % levert een stijging van de VAD met 20 % op.

Zo valt ook te berekenen dat bij een afdrachtpercentage van 15 % en een herwaardering van 150 % de VAD-opbrengst 270 miljoen gulden zal zijn. Slechts bij een sterke stijging van de winsten zal bij een herwaardering van enige omvang, de VAD-opbrengst boven de 300 miljoen gulden kunnen komen. Onze conclusie is dan ook dat de in de toelichting van het wetsontwerp vermelde raming hoogstwaarschijnlijk te optimistisch is geweest. Een en ander is uiteraard omgeven met een grote mate van onzekerheid.

5.3. DE VAD-OPBRENGST VOLGENS HET GEWIJZIGDE WETSONTWERP UIT 1977

In januari 1977 werd door de regering bij de Tweede Kamer een gewijzigd wetsontwerp ingediend.⁵ Dit voorstel is door ons besproken in hoofdstuk 2. § 12. en 4§4. Voor de omvang van de door de onderneming af te dragen VAD is vooral van belang de wijziging van het percentage van de overwinst dat als VAD dient te worden uitgekeerd. Dit wordt op 15 % gesteld, en de verrekening van de op het moment van invoering van de VAD bestaande stille reserves. Ter voorkoming van het feit dat deze stille reserves bij latere fiscale realisatie tot fiscale winsten leiden en daardoor VAD-verplichtingen tot gevolg kunnen heb-

5. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Gewijzigd ontwerp van Wet, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 9.

ben, waardoor de regeling een terugwerkende kracht zou krijgen, mag men bij de overwinstbepaling gedurende de eerste tien jaar na invoering van de VAD jaarlijks één twintigste deel van het op het moment van invoering bestaande verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van het eigen vermogen op de winst in mindering brengen. Deze wijziging heeft een vermindering van de VAD-afdracht voor de eerste tien jaren tot gevolg.

Daarnaast werd de invoering van de regeling een jaar verschoven: de VAD zou voor het eerst gelden voor de winsten behaald in het boekjaar 1976. Uitgaande van de eerder gebruikte verdeling van de winsten en vermogens zoals die afgeleid was voor 1975 komen we tot de volgende berekening van de VAD voor de gewijzigde regeling: (tabel 5.2.).

Winstklasse	25-50	50-100	> 100	totaal
1. Winst na belasting	1465	810	1930	
2. Fiscaal eigen vermogen	8530	2370	750	
3. Herwaardering (100%)	8530	2370	750	
4. Normale vergoeding ($0,10 \times (2+3)$)	1706	474	150	
5. Aftrek stille reserves ($3/20$)	427	119	38	
6. Overwinst (1-4-5)	—	217	1742	
7. VAD ($0,15 \times 6$)	—	33	261	294

Tabel 5.2. Berekening van de VAD voor de regeling van januari 1977 toegepast op de cijfers van 1975. (Herwaardering 100%) (\times 1 miljoen gulden.)

De omvang van de herwaardering is een van de belangrijkste bepalende factoren voor de uiteindelijke VAD-opbrengst. Een herwaardering van 100% van het fiscale eigen vermogen is beslist niet aan de hoge kant.

Op dezelfde wijze als geschiedt in tabel 5.2. kan berekend worden dat bij een herwaardering van 150 of 200% de VAD zal dalen tot 260 resp. 245 miljoen gulden. Opvallend is dat de VAD praktisch geheel zal worden opgebracht door de ondernemingen met een fiscale rentabiliteit van meer dan 100%. (Volgens vermogensvergelijking vóór belasting.) Dit is in overeenstemming met de resultaten die volgen uit de berekening van de mogelijke invloed van de VAD op de financiële structuur van de onderneming en op de waarde van de aandelen. (Hoofdstuk 10 en 11.)

In de tegelijk met het gewijzigde wetsontwerp bij de Tweede Kamer ingediende Memorie van Antwoord wijst de regering op de beperktheid van de beschikbare gegevens en op de grote onzekerheid daarvan. Wel maakte men wederom een schatting van de opbrengst: 'Het cijfermateriaal dat ten behoeve van deze berekeningen kan worden gehanteerd, is tamelijk beperkt en

bevat voorts grote onzekerheidsmarges. Tegen deze achtergrond is het weinig zinvol op grond van enkele nieuwe gegevens, die in het totaal van de toegepaste berekeningen een geringe rol spelen, opnieuw een opbrengstraming te maken. Wel is het thans waarschijnlijk dat de VAD-opbrengst in 1976, uitgaande van het thans voorgestelde vermogensaanwasdelingspercentage, minimaal f 300 mln. zal bedragen.⁶ Ook de belangrijkste bron wordt aangegeven: 'Het aandeel van de aardgassector in deze opbrengst bedraagt ca. de helft'.

De schatting van ten minste 300 miljoen gulden zal slechts bewaarheid kunnen worden bij een stijging van de winsten van de onder de regeling vallende ondernemingen. Rendementscijfers betreffende de door de ondernemingen behaalde resultaten zijn niet beschikbaar. Wel is bekend dat de arbeidsinkomensquote in 1976 t.o.v. 1975 is gedaald. De arbeidsinkomensquote is gedefinieerd als het quotiënt van het arbeidsinkomen in bedrijven en de netto toegevoegde waarde in bedrijven. De arbeidsinkomensquote daalde van 93,3 in 1975 tot 91,3 in 1976. Gecorrigeerd voor inkomen uit woningbezit, delfstoffenwinning en openbare nutsbedrijven daalde de quote van 84,7 naar 81,6.⁷

Een daling van de arbeidsinkomensquote betekent dat er ruimte ontstaat voor het laten toenemen van de winsten van de ondernemingen. Dit althans voor zover deze ruimte niet opgebruikt wordt door een stijging van de winstbelastingen en de betaling van rente over vreemd vermogen. Een stijging van de winsten van de ondernemingen komt ook tot uiting in een stijging van de opbrengsten van de vennootschapsbelasting. De vennootschapsbelastingopbrengst steeg op kasbasis van 7.407 miljoen in 1975 tot 7.605 miljoen in 1976 en 8.179 miljoen in 1977.⁸ Omdat een stijging van de winsten gedeeltelijk pas met een jaar vertraging een stijging van de belastingontvangsten tot gevolg heeft, vermelden wij hier ook de cijfers voor 1977.

Van de stijging van de ontvangsten van de vennootschapsbelasting komt een groot deel voor rekening van de aardgassector. Zo vermeldt het Centraal Planbureau een stijging van de opbrengst van de vennootschapsbelasting uit de aardgassector van 2,2 miljard gulden in 1975 tot 2,6 miljard gulden in 1976.⁹ Deze toename vormt het grootste deel van de totale toename in de opbrengst van de vennootschapsbelasting. Nu is het niet zo dat elke toename

6. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Memorie van Antwoord, Tweede Kamer, Zitting 1976-1977, 13965 no. 7, pag. 47.

7. Centraal Planbureau, Macro Economische Verkenningen 1978, tabel I-3.

8. Centraal Bureau voor de Statistiek, Statistisch Zakboek 1978, Voorburg, 1978, pag. 260.

9. Centraal Planbureau, De Nederlandse economie in 1980, Den Haag 1976, pag. 332.

van de opbrengst van de vennootschapsbelasting betekent dat ook de omvang van het bedrag, dat aan VAD dient te worden afgedragen, toeneemt. De toename kan namelijk betrekking hebben op winsten van ondernemingen die een lage rentabiliteit hebben en dus geen overwinst behalen in de zin van het VAD-wetsontwerp. Daarnaast is voor de VAD uitgezonderd de winstuitkering van DSM Aardgas B.V. aan de staat. DSM Aardgas B.V. is een volledige dochteronderneming van de N.V. DSM, die samen met de Nederlandse Aardolie Maatschappij B.V. (50 % Shell en 50 % Esso) een maatschap heeft gevormd voor de opsporing en de winning van de aardgasreserves in de provincie Groningen. De opbrengsten en uitgaven van de Maatschap worden tussen DSM Aardgas en NAM gedeeld in de verhouding 40:60. Van de krachtens deze regeling aan DSM Aardgas toekomende winsten wordt het overgrote deel na aftrek van belastingen rechtstreeks aan de staat overgemaakt. In 1966 is daartoe een overeenkomst tussen de staat en de DSM afgesloten. Volgens deze overeenkomst ontvangt de staat van de winsten voor DSM die ontstaan uit de Maatschap met de NAM een oplopend percentage. Dit percentage varieert van 50 % van een jaarlijkse nettowinst van niet meer dan 50 miljoen gulden tot 90 % van de totale jaarlijkse nettowinst indien deze meer dan 200 miljoen gulden zou bedragen.¹⁰

Op het moment van afsluiten van deze overeenkomst had men de sterke stijging van de energieprijzen in de jaren zeventig niet voorzien. Daarom werd in 1974 de overeenkomst tussen de staat en DSM inzake de afdracht van de winsten uit aardgas herzien. Het percentage van de nettowinst na vennootschapsbelasting dat rechtstreeks aan de staat zou worden overgemaakt zal hierdoor bij een verdere stijging van de winsten oplopen tot 99 %, bij een winst groter dan 1500 miljoen gulden.¹¹ De omvang van de feitelijk behaalde winst is daarbij niet bekend. De NAM wordt gedreven in de vorm van een besloten vennootschap en is daarom niet verplicht iets te publiceren over de behaalde resultaten. De cijfers van DSM Aardgas B.V. zijn opgenomen in de jaarrekening van de N.V. DSM. Zowel de af te dragen aardgaswinsten als de daarop betrekking hebbende vennootschapsbelasting worden in de jaarrekening van DSM opgenomen onder de niet verder uitgesplitste post 'grond- en hulpstoffen, materialen en overige kosten'. Op basis hiervan is dus niet te bepalen hoe hoog de bij DSM Aardgas B.V. behaalde winsten zijn. Dat het in de orde van grootte van honderden miljoenen guldens moet liggen, is echter wel duidelijk.

Zo is er een schatting van de aardgasopbrengsten gemaakt die voor 1974 de

10. Jaarverslag N.V. DSM 1966, pag. 14.

11. Jaarverslag N.V. DSM 1974, pag. 10.

winst voor belastingen voor DSM Aardgas B.V., afkomstig uit de maatschap met de NAM, 1220 miljoen gulden zou zijn geweest.¹² Deze, overigens aan grote onzekerheden onderhevige, schatting impliceert dat, via de winstuitkering van DSM Aardgas B.V. aan de staat, ruim 600 miljoen gulden winst na belasting niet onder de VAD-regeling zou vallen. Bij een verdere stijging van de energieprijzen kan dit bedrag in de latere jaren slechts zijn toegenomen.

Voor een aantal jaren is het bedrag bekend dat de staat ontvangt aan vennootschapsbelasting op aardgaswinsten. Door het Centraal Planbureau wordt dit geschat op 2,2 miljard gulden in 1975, oplopend via 2,6 miljard in 1976 en 2,8 miljard in 1977 tot 3,0 miljard in 1978.¹³ Indien we aannemen dat een derde deel hiervan ontvangen wordt via de belasting op de door DSM Aardgas B.V. rechtstreeks aan de staat door te betalen nettowinsten, dan impliceert dit dat via de uitzondering van deze winsten voor de VAD in 1976 ongeveer 940 miljoen gulden aan nettowinst buiten de VAD valt. Wel onder de VAD-regeling valt dan 1.880 miljoen gulden aan nettowinst uit de aardgassector. Het grootste deel hiervan zal dan behaald worden door ondernemingen met een fiscale winst van meer dan 100 % over het fiscale eigen vermogen. (Volgens vermogensvergelijking en vóór belasting.)

5.4. DE VAD-OPBRENGST VOLGENS DE WETSONTWERPEN UIT 1978

Door het kabinet-Van Agt werd het VAD-wetsontwerp van de vorige regering ingetrokken en werden er twee nieuwe wetsontwerpen ingediend, één voor een individuele en één voor een collectieve VAD. Deze zijn door ons besproken in § 2.14.

Bij de bepaling van de overwinst wordt in beide wetsontwerpen uitgegaan van een normale vergoeding gelijk aan het gemiddelde effectieve rendement op staatsleningen verhoogd met een risico-opslag van drie i.p.v. twee procentpunten bij het voorgaande wetsontwerp. Wel wordt deze normale vergoeding nu berekend over het vermogen aan het begin van het boekjaar i.p.v. over het eindvermogen. Krachtens elk van beide wetsontwerpen dienen de ondernemingen 12 % van de overwinst aan VAD af te dragen. De VAD zal nu zijn verschuldigd over het boekjaar 1977 en de daarna volgende jaren. De individuele VAD-uitkering is beperkt tot maximaal 3 % van het maximaal premieplichtige loon per werknemer. Voor 1977 betekent dit een beperking tot f 1500,- per werknemer. Daarnaast mag de onderneming op de individuele

12. J. van Arkel, Nederland: aardgas en kernenergie, Amsterdam 1976.

13. Centraal Planbureau, De Nederlandse economie in 1980, pag. 332.

VAD-uitkering alle uitkeringen krachtens reeds eerder schriftelijk vastgelegde winstdelingsregelingen in mindering brengen. De collectieve VAD is voorts beperkt tot maximaal 3% van de fiscale winst.

Over de opbrengst van de individuele VAD zegt de Memorie van Toelichting het volgende: 'Naar voorlopige en ruwe schatting zal het gekozen percentage in het jaar van invoering leiden tot een totale VAD-verplichting van circa f 60 à 70 mln. In hoeverre de effectieve VAD-opdracht ten gevolge van de mogelijkheid tot korting van bestaande winstdelingsregeling lager uit zal vallen, is moeilijk te schatten.'¹⁴ Over de opbrengst van de collectieve VAD, die in de vorm van een belasting wordt geheven, zegt de Memorie van Toelichting op het betreffende wetsontwerp het volgende: 'Naar voorlopige en ruwe schatting zal het gekozen percentage in het jaar van invoering leiden tot een opbrengst die ligt tussen de 150 en 200 miljoen gulden.'¹⁵

Het feit dat, ondanks een gelijk afdrachtpercentage, de opbrengst van de collectieve VAD twee- à driemaal zo hoog wordt geschat als de opbrengst van de individuele VAD wijst erop dat de beperking van de individuele uitkering tot 3% van het maximaal premieplichtige loon per werknemer een grotere invloed heeft dan de beperking van de collectieve VAD tot 3% van de fiscale winst. Kennelijk wordt de overwinst behaald door ondernemingen met een zeer hoge winst per werknemer. Dit is weer met name in de aardgassector het geval. Gaan we wederom uit van de schatting van het CPB voor de vennootschapsbelasting uit aardgas voor 1977 van 2,8 miljard gulden en stellen we weer dat daarvan een derde deel via de vrijstelling van DSM Aardgas B.V. niet betrekking heeft op onder de VAD vallende winsten, dan correspondeert dit met een wél onder de regeling vallende winst vóór belastingen van 3,9 miljard gulden. De collectieve VAD die dan uit de aardgassector zou resulteren, zou dan gelijk zijn aan 117 miljoen gulden maximaal ($0,03 \times 3900$ miljoen). Voor de rest van het Nederlandse bedrijfsleven resteert dan nog een collectieve VAD van 30 à 80 miljoen gulden.

In de aardolie- en aardgaswinning waren in 1975 in Nederland 4000 werknemers werkzaam.¹⁶ Gaan we uit van een maximale individuele VAD-uitkering voor de werknemers dan betekent dit een individuele VAD-uitkering voor de aardolie- en aardgassector van $4000 \times 1500 = 6$ miljoen gulden in

14. Regeling van de Vermogensaanwasdeling, Memorie van Toelichting, Tweede Kamer, zitting 1977-1978, 15007 no. 3, pag. 16.

15. Interimwet belasting op vermogensaanwas en collectieve vermogensaanwasdeling, Memorie van Toelichting, Tweede Kamer, 15316 no 3, pag. 12.

16. Berekend uit het Statistisch Zakboek 1978 en 1976. In het jaarboek 1976 wordt voor de delfstoffenwinning inclusief aardolie en aardgas een arbeidsvolume voor 1975 aangegeven van 8000 manjaren, in het jaarboek 1978 is dit cijfer 4000 exclusief aardolie en aardgas.

1977. Buiten deze industrietak zou dan nog 54 à 64 miljoen gulden aan individuele VAD worden uitgekeerd. Dit op een totaal aantal werknemers in bedrijven van ongeveer 4 miljoen in 1977.

Per werknemer buiten de aardgassector betekent dat dan een gemiddelde individuele VAD-uitkering van 13,5 à 15 gulden voor 1977. Hiervan moet dan nog wel 15 % loonbelasting worden afgedragen!

Van de totale VAD (individueel plus collectief) van 210 à 270 miljoen gulden is dan ongeveer 123 miljoen afkomstig uit de aardgassector, ofwel 46 à 59%.

Indien we uitgaan van de verdeling van de winsten en vermogens zoals die voor 1975 in het SER-rapport zijn geschat, is het ook mogelijk om een schatting van de VAD-opbrengst voor 1977 te maken. We nemen daarbij aan dat de gemiddelde loonsom per werknemer in 1975 f 25.000,- bedroeg. Dit impliceert voor de winstklasse 50–100 % 40.000 werknemers en voor de winstklasse > 100 % 10.000 werknemers. De opbrengst van de vennootschapsbelasting op kasbasis steeg van 1975 tot 1977 met 774 miljoen gulden en van 1976 tot 1978 met 691 miljoen. Van 1975 tot 1977 steeg het aandeel van het aardgas in de vennootschapsbelasting met 600 miljoen gulden. Nemen we wederom aan dat van deze toename een derde deel buiten de VAD valt vanwege de vrijstelling van de winstuitkeringen door DSM Aardgas B.V. aan de staat dan komen we tot de volgende berekening van de VAD-opbrengst voor 1977:

Winstklasse	50–100 %	> 100 %	Totaal
1. Fiscale winst	1596	4558	
2. Winst na belasting	830	2370	
3. Fiscaal eigen vermogen	2430	770	
4. Herwaardering (100 %)	2430	770	
5. Normale vergoeding ($0,11 \times (3 + 4)$)	535	169	
6. Aftrek i.v.m. stille reserves	122	39	
7. Overwinst 1977 (2-5-6)	174	2163	
8. Individuele en collec. VAD ($0,12 \times 7$)	21	259	
9. 3 % van de fiscale winst	48	137	
10. maximum individuele VAD	60	15	
11. Collectieve VAD	21	137	158
12. Individuele VAD	21	15	36
13. Totale VAD-uitkering	42	152	194

Tabel 5.3. Berekening van de VAD-uitkering in 1977 bij een herwaardering van 100 % ($\times 1$ miljoen gulden).

Uit de berekening van de VAD, zoals in tabel 5.3. geïllustreerd, blijkt dat de feitelijke VAD-afdracht zelfs nog lager kan uitvallen dan de voorspelling in het wetsontwerp. Vooral de beperking van de individuele VAD tot 3% van het maximaal premieplichtig loon per werknemer blijkt hier een grote rol te spelen. Overigens is de hier uitgevoerde berekening wederom aan grote onzekerheden onderhevig. De berekening is nog steeds gebaseerd op de verdeling van de fiscale winsten en vermogens uit 1970. Dit bij gebrek aan meer recente gegevens. Wel is zoveel mogelijk rekening gehouden met de stijging van de opbrengst van de vennootschapsbelasting en met het aandeel van de aardgassector daarin. Geen rekening is gehouden met de mogelijkheid om de individuele VAD te verminderen met reeds eerder schriftelijk vastgestelde winstdelingsregelingen.

Door de Raad van Nederlandse Werkgeversverbonden werd in 1976 een enquête gehouden naar winstdelingsregelingen.¹⁷ De respons hierop bedroeg 50 %. 4504 ondernemingen met in totaal 735.000 werknemers beantwoordden de enquête. Bij 1431 bedrijven uit deze groep bleek een winstgebonden winstdelingsregeling te bestaan (voor 314.000 werknemers). De uitkering bedroeg gemiddeld f 1285,- per werknemer. Een verdeling van de regelingen over de verschillende winstklassen is niet bekend. Wel is het waarschijnlijk dat juist de meer rendabele ondernemingen een dergelijke regeling hebben. De kans dat hierdoor de individuele VAD-uitkering nog verder kan afnemen, is dus bepaald niet gering.

Samenvattend kunnen we over de VAD-uitkering volgens wetsontwerpen uit 1978 zeggen dat met name de schatting van de individuele VAD-uitkering zoals die door de regering in de toelichting op het wetsontwerp is gedaan wel eens te hoog zou kunnen zijn. Per werknemer zal deze uitkering dan ook gemiddeld verwaarloosbaar klein zijn. Niet meer dan 50.000 werknemers zullen ervan kunnen profiteren.

De collectieve VAD-opbrengst zal verder voor een zeer groot gedeelte uit de aardgasopbrengsten afkomstig zijn. Voor 1977 dienen we rekening te houden met een collectieve en individuele VAD die te zamen voor alle werknemers gemiddeld in de orde van grootte van 50 gulden per persoon ligt.

Vergelijken we deze opbrengst met die van de Franse VAD-regeling (hoofdstuk 3, § 2) dan bedroeg daar de opbrengst in 1975 FF 2,418 miljard voor 2.713.108 betrokkenen. Omgerekend naar een totaal aantal werknemers van ongeveer 16 miljoen betekent dat een gemiddelde opbrengst van 90 gulden per werknemer. (Voor degenen die feitelijk een uitkering ontvingen, bedroeg deze

17. De gegevens zijn ontleend aan de Memorie van Antwoord, 13965 no. 7, pag. 16.

in 1975 gemiddeld 535 gulden.)

Als we daarbij bedenken dat bij het Franse systeem de normale vergoeding over het eigen vermogen slechts 5 % bedraagt tegen ca. 11 % in het Nederlandse systeem, terwijl het deel van de overwinst dat dient te worden uitgekeerd in Frankrijk op 21,65 % bleek te liggen en er in Frankrijk geen sprake is van een herwaardering van het eigen vermogen of een verrekening van de stille reserves, dan is onze schatting van de Nederlandse VAD-opbrengst zeker niet te laag.

De normale vergoeding over het eigen vermogen

6.1. INLEIDING

Bij een bepaling van de VAD speelt de omvang van de normale vergoeding over het eigen vermogen een grote rol. Immers de VAD dient te worden afgedragen uit de overwinst van de ondernemingen, zijnde de winst na aftrek van de normale vergoeding over het eigen vermogen. In het VAD-wetsontwerp van het kabinet-Den Uyl was deze normale vergoeding gesteld op het effectieve rendement van een pakket langlopende staatsleningen plus een risico-opslag van twee procent-punten, te rekenen over het per ultimo van het jaar aanwezige eigen vermogen. In de door het kabinet-Van Agt in 1978 ingediende wetsontwerpen is de risico-opslag verhoogd tot drie procent-punten, maar nu wordt de normale vergoeding berekend over het aan het begin van het boekjaar aanwezige eigen vermogen. Dit hoeft in de praktijk niet te betekenen dat daardoor de normale vergoeding hoger zal worden. Stel bijvoorbeeld dat het aan het begin van het jaar aanwezige eigen vermogen 100 bedraagt, welk eigen vermogen gedurende het jaar toeneemt tot 110, en dat het effectieve rendement op staatsleningen 8 % bedraagt, dan zal volgens het eerste wetsontwerp de normale vergoeding $8 + 2 = 10\%$ over 110 ofwel 11 bedragen, hetgeen evenveel is als de normale vergoeding volgens de nieuwe wetsontwerpen, die $8 + 3 = 11\%$ over 100 ofwel ook 11 bedraagt.

In geval de vermogenstoename gedurende het jaar meer dan 10 zou zijn geweest, zal de normale vergoeding volgens de laatste wetsontwerpen zelfs lager zijn dan volgens het eerste ontwerp. De vermogensgroei zal het hoogst zijn bij de ondernemingen met de hoogste winsten, en daar juist deze ondernemingen VAD-plichtig zullen zijn, hoeft deze wijziging in de berekening van de normale vergoeding lang niet altijd tot een lagere VAD-opbrengst te leiden. Over de vraag hoe hoog de normale vergoeding dient te zijn, verschilt men nogal van mening. In dit hoofdstuk zullen we op deze vraag een antwoord proberen te geven.

6.2. ENKELE OPVATTINGEN IN DE LITERATUUR

Volgens de bedrijfseconomische opvattingen is er pas sprake van overwinst indien en voor zover het resultaat hoger is dan de normale vergoeding over het eigen vermogen. Het begrip overwinst valt hier samen met het bedrijfseconomische begrip winst, als zijnde het overschot nadat alle participanten in de onderneming, dus ook de verschaffers van het eigen vermogen, een redelijke vergoeding voor hun inbreng hebben verkregen. Als normale vergoeding wordt daarbij beschouwd de door de verschaffers van het eigen vermogen minimaal gewenste rentabiliteit, ofwel de kostenvoet van het eigen vermogen.

Volgens Rietkerk¹ bestaat de vergoeding uit een aantal componenten:

1. een kapitaalrente (d.i. beloning voor afzien van consumptie);
2. een inflatiepremie (d.i. compensatie voor koopkrachtdaling);
3. een premie voor zakelijk risico (d.i. risico verband houdend met de aard van de activiteiten van de onderneming);
4. een premie voor financieel risico (d.i. risico verband houdend met de vermogensstructuur van de onderneming);
5. een liquiditeitspremie (d.i. beloning voor het afzien van liquiditeit). De liquiditeitspremie is een functie van de termijn waarvoor het vermogen wordt verstrekt en de mogelijkheden voor beleggerssubstitutie.²

Dat het niet gemakkelijk is om op basis hiervan de normale vergoeding te bepalen, is ook Rietkerk zich bewust: 'Uit het bovenstaande moge blijken dat een exacte berekening van de beloningsvoet voor het eigen vermogen vrijwel onmogelijk is en dat met een schatting zal moeten worden volstaan.'³

Over de hoogte van de normale vergoeding zegt hij nog: 'Slechts die beloningshoogte wordt juist en aanvaardbaar geacht, die de marktwaaarde van de aandelen tenminste gelijk doet zijn aan de intrinsieke waarde der aandelen.'⁴

Voor de niet op de beurs genoteerde ondernemingen kan hierbij aansluiting worden gezocht: 'De beloningsvoet voor het eigen vermogen van officieel genoteerde ondernemingen kan richtsnoer zijn voor de beloning van het eigen vermogen van ondernemingen waarvan de aandelen niet of nauwelijks verhandelbaar zijn. Het is evenwel redelijk voor deze categorie aandelen een

1. G. Rietkerk, De beloning van het eigen vermogen in het kader van de VAD, De Naamloze Vennootschap, nov. 1975, jrg. 53 no. 11.

2. Rietkerk, pag. 192-193.

3. Rietkerk, pag. 194.

4. Rietkerk, pag. 195.

hogere percentage vast te stellen.⁵

J. L. Bouma⁶ gaat uit van de veronderstelling dat de beleggers risicomijdend zijn. Hij hanteert daarbij een kwadratische nutsfunctie. Op basis hiervan beredeneert hij dat de door een belegger verlangde rentabiliteit een progressief toenemende functie is van de gevoelde onzekerheid inzake de in het uitzicht gestelde rentabiliteit. Als maatstaf voor de onzekerheid in de rentabiliteit van het eigen vermogen neemt hij de standaardafwijking. Deze blijkt een functie te zijn van de verhouding vreemd/eigen vermogen (λ), en wel als volgt:

$\sigma_{r_A} = (1 - f) \cdot (\sigma_{r_T} + \lambda \cdot \sigma_{r_T})$, ofwel:

$\sigma_{r_A} = (1 - f) \cdot (1 + \lambda) \cdot \sigma_{r_T}$, waarbij

σ_{r_A} = de onzekerheid inzake de rentabiliteit van het eigen vermogen na belasting;

f = de belastingquote;

σ_{r_T} = de onzekerheid inzake de rentabiliteit van het totaal geïnvesteerde vermogen vóór belasting; dit wordt ook wel aangeduid met het begrip bedrijfsrisico.

$\lambda \cdot \sigma_{r_T}$ wordt ook wel het financiële risico genoemd. De onzekerheid inzake de rentabiliteit van het eigen vermogen ná belasting blijkt aldus gelijk te zijn aan het complement van de belastingquote maal de som van het bedrijfs- en het financiële risico. Deze onzekerheid blijkt dus toe te nemen met de verhouding vreemd/eigen vermogen waarmee de onderneming is gefinancierd. Aangezien de door de belegger verlangde rentabiliteit een progressief toenemende functie is van deze onzekerheid, is een mogelijke specificatie van deze verlangde rentabiliteit de volgende: $k_A = \alpha_A + \beta_A \cdot \lambda + \gamma_A \cdot \lambda^2$, waarbij k_A de door de beleggers gewenste rentabiliteit voorstelt.

De coëfficiënten α_A , β_A en γ_A zijn functies van het bedrijfsrisico, σ_{r_T} , de onzekerheid inzake de rentabiliteit van het totale geïnvesteerde vermogen.

De coëfficiënt α_A is een indicatie voor de vergoeding die zou worden verlangd indien de onderneming slechts met eigen vermogen zou zijn gefinancierd en komt derhalve overeen met de componenten 'kapitaalrente', 'inflatiepremie', 'premie voor zakelijk risico' en 'liquiditeitspremie' zoals deze door Rietkerk zijn gedefinieerd. Bouma geeft ook een andere specificatie van de door de beleggers gewenste rentabiliteit, k_A , waarbij deze een progressief toenemende functie is van de onzekerheid in de rentabiliteit van het eigen vermogen:

$$k_A = \gamma_3 + \gamma_4 \sigma_{r_A} + \gamma_5 \sigma_{r_A}^2.$$

5. Rietkerk, pag. 195.

6. J. L. Bouma, Leerboek der bedrijfseconomie deel II, de theorie van de financiering van ondernemingen, Wassenaar, 1971.

De coëfficiënt γ_3 is een maatstaf voor de gewenste vergoeding bij afwezigheid van zowel financieel als bedrijfsrisico. Deze komt dan overeen met de componenten 'kapitaalrente', 'inflatiepremie' en 'liquiditeitspremie' zoals die door Rietkerk zijn gedefinieerd.

Overigens geeft Bouma geen empirische toetsing van zijn functie voor de door de beleggers gewenste rentabiliteit. Hij beredeneert slechts dat op basis van de risico-afkeer, die bij hem wordt uitgedrukt in de vorm van een kwadratische nutsfunctie, de gewenste rentabiliteit een progressief toenemende functie is van de onzekerheid in de rentabiliteit van het eigen vermogen. De gekozen kwadratische functie voldoet hieraan. Naast de onzekerheid spelen ook andere factoren een rol bij de verlangde rentabiliteit. Bouma noemt in dit verband fiscale factoren en de verhandelbaarheid. Aangezien in het algemeen voor een particuliere belegger (behalve indien hij een zgn. aanmerkelijk belang heeft) koerswinsten onbelast zijn, terwijl hij over dividenduitkeringen inkomstenbelasting dient te betalen, kan het gevolg hiervan zijn dat aandelen waarop men koersstijgingen verwacht extra aantrekkelijk worden, waardoor men met een lagere rentabiliteit (vóór aftrek van inkomstenbelasting) genoeg zal willen nemen. Dit zou dan een lagere gewenste vergoeding impliceren. Over de invloed van de verhandelbaarheid op de gewenste vergoeding, k_A , zegt Bouma: 'In het algemeen zal k_A toenemen, naarmate de betrokken aandelen minder verhandelbaar zijn. In bepaalde gevallen, met name die waarin de beperking op de verhandelbaarheid van de aandelen voortvloeit uit de begeerte de zeggenschap over de onderneming binnen een bepaalde groep aandeelhouders te houden, is het daarentegen niet onwaarschijnlijk dat de bevrediging van de machtsdrift gepaard gaat met een verlaging van de eisen, die aan de hoogte van de rentabiliteit worden gesteld.'⁷

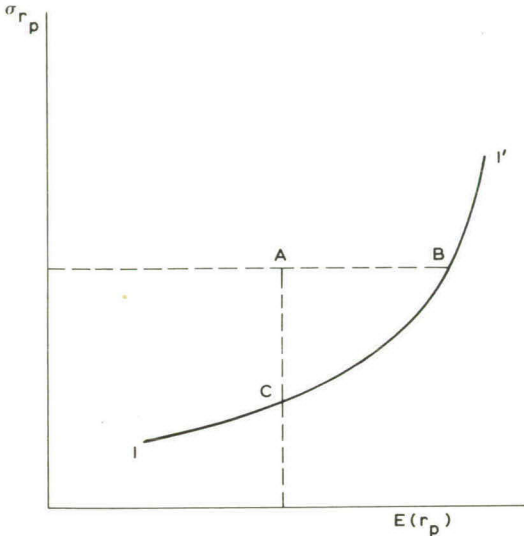
Een andere benadering van de door de beleggers gewenste rentabiliteit is die volgens het 'marktmodel' ofwel het 'Capital-Asset-Pricing-Model' (CAPM). De basis hiervoor is gelegd door H. M. Markowitz.⁸ Markowitz stelde dat elk aandeel i de belegger een verwacht rendement $E(r_i)$ met een standaarddeviatie σ_{r_i} oplevert. Tussen elke twee aandelen bestaat verder ρ_{ij} , de correlatiecoëfficiënt tussen het rendement op aandeel i en het rendement op aandeel j . Indien nu een belegger zijn vermogen investeert in een portefeuille aandelen waarbij x_i aangeeft de fractie van zijn vermogen dat hij in aandeel i heeft geïnvesteerd ($0 \leq x_i \leq 1$ en $\sum_i x_i = 1$), dan ontvangt deze belegger op zijn portefeuille een verwacht rendement van $E(r_p) = \sum_i x_i \cdot E(r_i)$ met als variantie $\sigma_{r_p}^2$, waarbij

7. Bouma, pag. 327.

8. H. M. Markowitz, Portfolio selection, Journal of Finance, maart 1952; H. M. Markowitz, Portfolio selection, efficient diversification of investments, New York, 1959.

$$\sigma_{r_p}^2 = \sum_i \sum_j x_i \cdot x_j \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j \cdot \rho_{ij} \text{ (voor } i = j \text{ geldt: } \rho_{ij} = 1).$$

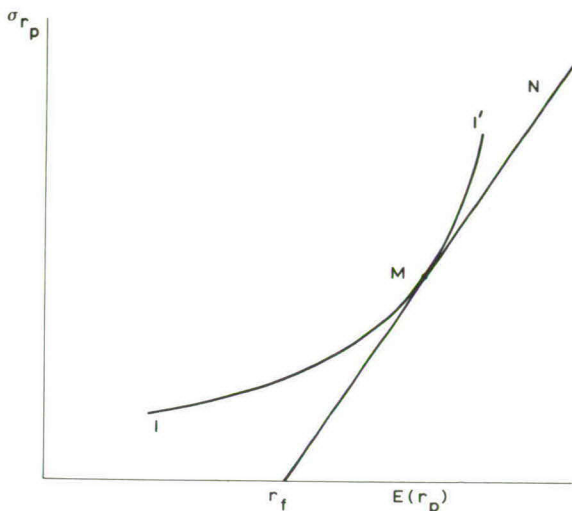
Alle mogelijke portefeuilles kunnen weergegeven worden d.m.v. een punt in figuur 6.1. De verzameling mogelijke portefeuilles wordt rechts begrensd door de lijn ll'. Deze lijn heet de zgn. efficiënte lijn omdat hij de verzameling is van alle efficiënte portefeuilles.



Figuur 6.1. De efficiënte lijn

Een efficiënte portefeuille is een portefeuille waarbij geen enkele andere portefeuille te vinden is met een zelfde verwachtingswaarde maar een lagere spreiding, ofwel waarbij geen enkele andere portefeuille te vinden is met dezelfde spreiding maar een hogere verwachtingswaarde. Een risicomijder zal altijd kiezen voor een portefeuille die op de efficiënte lijn ligt. Zo zal hij bijv. de voorkeur geven aan portefeuille B boven portefeuille A omdat B bij dezelfde spreiding (dus risico) een hoger verwacht rendement heeft dan A. Evenzo zal portefeuille C boven portefeuille A worden verkozen omdat C bij een zelfde verwacht rendement een lagere spreiding heeft. Zo is er bij elke portefeuille die niet op de efficiënte lijn ligt een andere portefeuille te vinden die wel op deze lijn ligt en de voorkeur krijgt boven deze portefeuille (uitgaande van een risicomijdende beslisser).

Naast de mogelijkheid om in aandelen te beleggen, bestaat er ook de mogelijkheid geld uit te lenen. Stel dat dit mogelijk is tegen de risicovrije opbrengstvoet r_f . De beleggers kunnen nu kiezen uit drie alternatieven: geld uitlenen, beleggen in aandelen of een combinatie van geld uitlenen en beleg-



Figuur 6.2. De kapitaalmarkt-lijn

gen in aandelen. Dit is weergegeven in figuur 6.2. Alle efficiënte combinaties van geld uitleenen en beleggen in aandelen liggen op de lijn $r_f M$, welke lijn de raaklijn is vanuit r_f aan de set van efficiënte aandelen-portefeuilles II' . Dit betekent dat de beleggers, voor zover ze zullen beleggen in aandelen, dit slechts zullen doen in de portefeuille M , welke portefeuille dan de zgn. marktportefeuille wordt. Dit impliceert dat portefeuille M alle aandelen bevat voor de fractie die overeenkomt met de verhouding tussen de totale beurswaarde van elk aandeel en de beurswaarde van alle aandelen gezamenlijk.

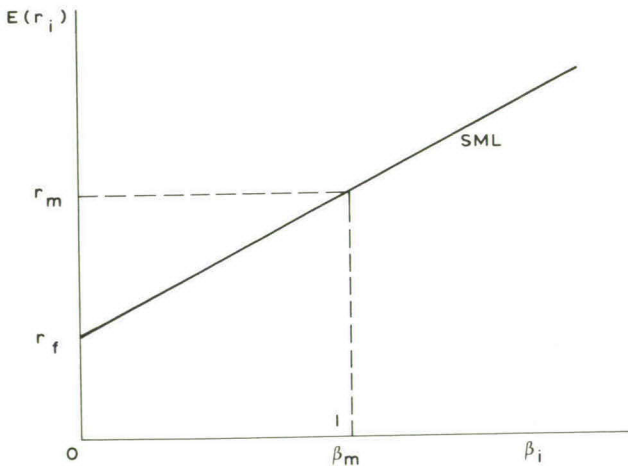
Het gedeelte van de raaklijn vanuit r_f aan de set van efficiënte aandelenportefeuilles rechts van het punt M , dus het lijnstuk MN , ontstaat door combinaties van investeren in de marktportefeuille van alle aandelen, M , en het lenen van extra middelen hiertoe tegen de risicovrije interestvoet r_f .

Voor de afleiding van de kapitaalmarktlijn verwijzen wij verder naar de literatuur.⁹ Wel willen we erop wijzen dat de afleiding van de lijn gebaseerd is op de veronderstelling dat de effecten worden verhandeld op een zogenaamde 'perfecte markt'.

9. W. F. Sharpe, Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, September 1964; J. Lintner, Security prices and maximal gains from diversification, *Journal of Finance*, December 1965; J. Mossin, Equilibrium in a capital asset market, *Econometrica*, October 1966; E. F. Fama, Risk, return and equilibrium, *Journal of Finance*, Maart 1968; M. C. Jensen, Capital markets: theory and evidence, *The Bell journal of economics and management science*, 1972 pag. 357-398.

De perfecte markt is gebaseerd op een aantal vooronderstellingen. Jensen¹⁰ stelt dat ofwel impliciet, ofwel expliciet, door alle schrijvers voor het bestaan van een perfecte markt wordt uitgegaan van de volgende vooronderstellingen:

1. All investors are single-period expected utility of terminal wealth maximizers who choose among alternative portfolios on the basis of mean and variance (or standard deviation) of return.
2. All investors can borrow or lend an unlimited amount at an exogenously given risk-free rate of interest r_f , and there are no restrictions on short sales of any asset.
3. All investors have identical subjective estimates of the means, variances, and covariances of return among all assets.
4. All assets are perfectly divisible and perfectly liquid, i.e., all assets are marketable and there are no transactions costs.
5. There are no taxes.
6. All investors are price takers.
7. The quantities of all assets are given.'



Figuur 6.3. De Security-Market-Line (SML).

Uitgaande van deze vooronderstellingen kan de zgn. 'Security-Market-Line' worden afgeleid. Deze is grafisch weergegeven in figuur 6.3. De wiskundige formulering van de Security-Market-Line (SML) luidt: $E(r_i) = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$, waarbij r_i = het rendement dat op aandeel i kan worden behaald en β_i

10. Jensen, pag. 358-359.

gelijk is aan het quotiënt van de covariantie tussen het rendement op aandeel i en de marktportefeuille in de variantie in het rendement op de marktportefeuille:

$$\beta_i = \frac{\text{cov.}(r_i, r_m)}{\sigma_{r_m}^2}$$

Het rendement op een aandeel, i , is dus afhankelijk van het rendement dat behaald kan worden op een risico-vrije belegging, het rendement van de marktportefeuille en de mate van samenhang tussen het rendement op aandeel i en het rendement van de marktportefeuille. Het rendement op een aandeel neemt derhalve toe met de mate waarin de opbrengsten op dat aandeel meefluctueren met de opbrengst van de marktportefeuille. Dit wordt wel het 'systematische' risico genoemd. De onzekerheid in de opbrengsten van een aandeel, het risico, kan worden verdeeld in twee componenten: het 'systematische' en het 'onsystematische' risico. Het onsystematische risico kan worden weggediversificeerd door samenvoeging van het aandeel met alle andere aandelen in de marktportefeuille. Voor dit onsystematische risico zal de belegger dan ook geen beloning ontvangen. Zijn rendement neemt slechts toe met het systematische risico. In een toestand van evenwicht op de kapitaalmarkt is dit door de belegger te verwachten rendement tevens gelijk aan de gewenste opbrengst voor investering in het betreffende aandeel.

Dit denkmodel ter bepaling van de waarde van een aandeel staat in de literatuur bekend als het 'Capital-Asset-Pricing-Model' (CAPM). De beloning voor investering in een bepaald aandeel volgens dit model wijkt af van de eerder door Bouma en Rietkerk genoemde. Met name bij Bouma was de vergoeding afhankelijk van het totale risico, ofwel de onzekerheid in de rentabiliteit van het eigen vermogen, terwijl volgens het CAPM de beloning slechts afhankelijk is van het systematische risico.

H. C. Wytzes geeft in zijn leerboek beide opvattingen. Enerzijds stelt hij dat de rendementseis van de verschaffer van eigen vermogen, k , gelijk is aan:¹¹

$$k = a + b$$

waarin:

a = het rendement op goudgerande waarden; en

b = een risico-opslag.

De waarde van b , de risico-opslag, zal hoger zijn naarmate het risico hoger wordt geacht.

11. H. C. Wytzes, Ondernemingsfinanciering, derde druk, Leiden, 1978, pag. 279.

Daarnaast geeft hij ook het verlangde rendement volgens de Security-Market-Line. Een keuze tussen beide wijzen van benadering van de door de verschaffers van eigen vermogen verlangde rentabiliteit wordt door Wytzes niet gedaan. Wel wijst hij op de 'reële problemen verbonden aan het bepalen van de helling en ligging van de kapitaalmarktlijn'.¹² In vergelijking met de methode volgens het Capital-Asset-Pricing-Model noemt hij de bepaling van het gewenste rendement volgens de bovengenoemde formule, $k = a + b$, 'misschien een wat intuïtieve methode, maar toch ook wel een goed hanteerbare methode gezien de diverse onzekerheden waaraan de belegger blootstaat en de moeilijkheid zich een exacte voorstelling te maken van toekomstige dividenden'.¹³

In zijn proefschrift¹⁴ gaat Rietkerk wel uit van het Capital-Asset-Pricing-Model, door hem kapitaalmarktevenwichtsmodel genoemd. Hij zegt hierover: 'Het kapitaalmarktevenwichtsmodel verschaft een belangwekkend inzicht in de factoren, die de rendementseis van de beleggers in aandelen bepalen of zouden moeten bepalen. De rendementspremie is uitsluitend een functie van het relatieve risico dat niet door diversificatie kan worden geëlimineerd. Het verwachte rendement van een afzonderlijk aandeel hangt dientengevolge ten nauwste samen met de markt als geheel. Het wezenlijke van de kapitaalmarktevenwichtstheorie is dat zij aantoonst dat het voor de prijsvorming relevante risico van een afzonderlijk aandeel niet wordt bepaald door de standaarddeviatie van het afzonderlijke aandeel zelf, dat een maatstaf is voor het totale risico van dat aandeel, maar dat het voor de prijsvorming relevante risico van een aandeel zijn marginale invloed op de spreiding in de verdeling van de mogelijke portefeuillerendementen van de belegger is.'¹⁵

Rietkerk wijst echter ook op een institutionele factor die van invloed is op de hoogte van de vermogenskosten: 'Uit empirisch onderzoek in de v.s. blijkt echter, dat naast de factoren van het tweeparameter kapitaalmarktmodel ook de hoogte van de beurskapitalisatie van het aandelenvermogen van een onderneming van invloed is op de hoogte van de vermogenskosten. Ondernemingen met hoge beurskapitalisaties, waarvan de aandelen sterk geconcentreerd zijn in de portefeuilles van institutionele beleggers, kunnen volstaan met een lagere rendementspremie per eenheid risico dan kleinere ondernemingen waarvan de aandelen voornamelijk in het bezit zijn van individuele

12. Wytzes, pag. 287.

13. Wytzes, pag. 279.

14. G. Rietkerk, *Onderneming en vermogensmarkt*, Leiden, 1977.

15. Rietkerk, pag. 115.

beleggers.¹⁶ Dit verschijnsel wordt ook wel aangeduid met de term 'two-stage-market'.

Vermeldenswaard is nog dat alle recente Angelsaksische handboeken op het gebied van de ondernemingsfinanciering, zoals van Horne, Levy en Sarnat, en Weston en Brigham,¹⁷ uitgaan van het Capital-Asset-Pricing-Model voor de bepaling van de vermogenskostenvoet.

6.3. DE BEPALING VAN DE GEWENSTE RENTABILITEIT

Bij de meting van de door de verschaffers van het eigen vermogen gewenste rentabiliteit kan men uitgaan van de rentabiliteitswaardetheorie. Volgens deze theorie zien de beleggers een aandeel uitsluitend als een recht op een stroom uitkeringen in de toekomst: de dividenduitkeringen. De waarde van een aandeel is dan gelijk aan de tegen de relevante opbrengstvoet contant gemaakte stroom dividenden:

$$MPA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (6.1.), \text{ waarbij:}$$

MPA = de (beurs-)waarde van een aandeel;

D_t = het in periode t te ontvangen dividend; en

k = de door de beleggers gewenste opbrengstvoet.

Op basis van de feitelijke marktprijs van de aandelen en een voorspelling van de te ontvangen dividenden kan men uit deze relatie de gewenste rentabiliteit bepalen. Uiteraard is dit slechts mogelijk voor die ondernemingen waarvoor een marktprijs voor de aandelen bekend is, dus die op de beurs genoteerd zijn. Voor het merendeel van de ondernemingen is dit niet het geval.

Bij de schatting van de gewenste opbrengst m.b.v. formule 6.1. is het grootste probleem uiteraard de voorspelling van de, onzekere, toekomstige dividenduitkeringen. In de literatuur treffen we hiervoor een aantal verschillende modellen aan, steunend op verschillende vooronderstellingen betreffende de ontwikkeling van de onderneming.

Een eerste veronderstelling in dit verband is dat het huidige dividend per aandeel in de toekomst gehandhaafd zal blijven. De relatie (6.1.) verandert dan in:

16. Rietkerk, pag. 204.

17. J. C. van Horne, *Financial management and policy*, fourth edition, London, 1977; H. Levy and M. Sarnat, *Capital investment and financial decisions*, London, 1978; J. F. Weston and E. F. Brigham, *Managerial finance*, sixth edition, 1978.

$$MPA = D_1/k, \text{ ofwel } k = D_1/MPA \quad (6.2.)$$

waarbij D_1 = het eerstvolgende dividend, welk dividend jaarlijks zal worden uitgekeerd, en in de tijd constant blijft.

Een tweede veronderstelling m.b.t. de door de onderneming uit te keren dividenden is dat deze jaarlijks met een bepaald, constant, percentage zullen stijgen. Indien we voor deze groeifactor de quote g introduceren, dan verandert relatie (6.1.) in:

$$MPA = \frac{D_1}{k - g}, \text{ waaruit volgt: } k = \frac{D_1}{MPA} + g. \quad (6.3.)$$

Een mogelijke verklaring voor de jaarlijkse constante groei wordt gevonden door te veronderstellen dat de onderneming jaarlijks een zelfde fractie van de behaalde winst binnen de onderneming houdt, terwijl zij over het eigen vermogen een constante rentabiliteit behaalt. Noemen we de inhoudingsquote van de winst b en de rentabiliteit over het eigen vermogen na belastingen r , dan geldt voor de groeifactor: $g = r \cdot b$.

Indien dit geldt, kan worden afgeleid dat zowel het dividend als de winst, het eigen vermogen en de MPA jaarlijks met hetzelfde percentage zullen toenemen.¹⁸

Een beperking van het model is dat formule (6.3.) slechts geldt indien de reeks contant gemaakte dividenden convergeert. Hiervoor is het noodzakelijk dat $k > g$, ofwel de groeifactor moet kleiner zijn dan de vermogenskostenvoet. Indien aan deze voorwaarde niet is voldaan, verliest het model elke betekenis omdat de waarde per aandeel (MPA) dan oneindig hoog zou worden.

Men kan echter in de praktijk constateren dat bepaalde ondernemingen een zodanig hoge jaarlijkse groei vertonen dat deze hoger moet zijn dan de vermogenskostenvoet zonder dat de MPA oneindig hoog wordt. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de geconstateerde groei slechts voor een beperkte periode op dat hoge niveau zal liggen, terwijl relatie (6.3.) werd afgeleid onder de veronderstelling dat deze groei oneindig lang op hetzelfde niveau zou blijven.

Om aan dit bezwaar tegemoet te komen, zijn er in de literatuur verschillende modellen afgeleid waarin de jaarlijkse groei niet langer constant wordt verondersteld. Zo geeft bijv. Mao een model waarin gedurende de eerste n_1

18. Zie ook: M. J. Gordon, *The investment, financing and valuation of the corporation* Homewood, Illinois, 1962.

jaar een exponentiële groei, vervolgens gedurende n_2 jaar een constante groei en tenslotte gedurende n_3 jaar een afnemende jaarlijkse groei wordt verondersteld.¹⁹

Weston en Brigham ontwikkelen een model waarin gedurende de eerste N jaren sprake is van een 'supernormal growth', waarna deze groei verder op een normaal niveau komt te liggen.²⁰

Een andere verfijning van het model wordt gepresenteerd door Traas. Deze veronderstelt dat de ondernemingsgroei niet alleen wordt gefinancierd uit de winstinhouding, maar ook met behulp van emissies van aandelen. Hij ontwikkelt een model waarin het eigen vermogen jaarlijks groeit met de eerdergenoemde winstinhoudingsfactor $r \cdot b$ plus een factor u , die aangeeft de jaarlijkse aandelenemissie-opbrengst als fractie van de jaarwinst.²¹

De voorgaande modellen maken het mogelijk om op basis van een voorspelling omtrent de toekomstige ondernemingsgroei (groei in de dividenden) en de huidige marktprijs van de aandelen een schatting van de door de beleggers gewenste opbrengstvoet te maken.

Het in de vorige paragraaf besproken Capital-Asset-Pricing-Model leidt tot een andere aanpak. Volgens dit model geldt:

$$k_i = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f) \quad (6.4.)$$

Dit is de Security-Market-Line. (Zie figuur 6.3.) Hieruit volgt dat de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit kan worden afgeleid uit het rendement op een risicovrije belegging, het rendement op de marktportefeuille en de bèta-coëfficiënt. Deze laatste coëfficiënt geeft aan de mate van samenhang tussen het rendement op aandeel i en het rendement op de marktportefeuille.

6.4. DE RESULTATEN VAN ENKELE EERDERE ONDERZOEKINGEN

In de Nederlandse literatuur zijn niet veel onderzoeken beschikbaar naar de omvang van de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit voor investering in afzonderlijke ondernemingen of naar het rendement op de marktportefeuille. Een van de weinigen die hierover wel heeft geschreven, is L. Traas. In 1969 publiceerde hij een artikel waarin een berekening was opgenomen van de kostenvoet van het eigen vermogen voor vijf internationa-

19. J. C. T. Mao, *Quantitative analysis of financial decisions*, London, 1969, pag. 399–406.

20. J. F. Weston and E. F. Brigham, pag. 647–648.

21. L. Traas, *Het investerings- en financieringsplan van de onderneming*, Alphen aan den Rijn, 1968, pag. 143–147.

le concerns: drie Nederlandse en twee Amerikaanse.²² Hij maakte zijn berekeningen m.b.v. beurskoersen van de ondernemingen. Hij gebruikte daarbij een variant van het exponentiële groeimodel van Gordon (zie formule 6.3.) waarbij hij ook rekening hield met de toename van het eigen vermogen via aandelenemissies. Later heeft hij deze methode nog eens toegepast op een zestal Nederlandse bedrijven voor de periode 1970–1975.²³ Gedurende deze periode bleek de beloningsvoet voor het eigen vermogen bij deze bedrijven gemiddeld 3,5 % boven het rendement op staatsleningen te liggen.

In 1976 verscheen een artikel over een onderzoek naar de hoogte van de risicopremie in Nederland, geschreven door S. Bartlema en P. C. G. van der Straaten.²⁴ Zij vergeleken de totale opbrengst, bestaande uit koerswinsten of -verliezen plus dividend- en rente-opbrengsten, van een belegging op de Nederlandse aandelenmarkt met een belegging in langlopende staatsleningen. Als maatstaf voor de opbrengst hanteren zij het begrip 'return', dat zij definiëren als de interne rentevoet van een belegging gedurende een bepaalde periode. Dit is dus niets anders dan het effectieve rendement. De door hen bestudeerde periode loopt van 1951 tot en met 1975. Uiteraard zijn de resultaten van de berekeningen sterk afhankelijk van de keuze van het begin- en het eindjaar. De risicopremie over de hele periode 1951 t/m 1975, gedefinieerd als het verschil tussen de gemiddelde jaarlijkse return van aandelen en van obligaties, bleek 7,3 % te bedragen.

De sterke invloed van de gekozen periode blijkt, indien de risicopremie ook voor andere perioden wordt berekend. Voor de periode 1954 t/m 1963 bedroeg deze 14,1 %; voor 1955 t/m 1964 9,4 %, voor 1964 t/m 1973 2,4 % en voor 1965 t/m 1974 –2,1 %.

De door Bartlema en Van der Straaten gebruikte definitie van de risicopremie wijkt af van de omschrijving die opgenomen is in de wetsontwerpen betreffende de VAD. Daar wordt als rendement van staatsleningen genomen het effectieve rendement op een bepaald tijdstip zoals dat blijkt uit de koers, de couponrente en de gemiddeld resterende looptijd. Bartlema en Van der Straaten berekenen het rendement uit het couponrendement plus de mutatie in de koers in een bepaald jaar. Dit betekent dat 'hun' rendement lager zal zijn in jaren waarin een rentestijging optreedt, waardoor de koersen zullen dalen, en omgekeerd.

22. L. Traas, De kritische rentabiliteit van internationale concerns, MAB, jrg. 43 no. 4, pag. 176 e.v.

23. L. Traas, De VAD en de waardebeoordeling van aandelen, in de bundel 'Geld en onderneming', Leiden, 1976.

24. S. Bartlema en P. C. G. van der Straaten, Risicopremie en vermogensaanwasdeling, Intermediair, 12 november 1976.

Aangezien de algemene rentestand in de beschouwde periode is gestegen, betekent dit een onderschatting van het rendement. Daarnaast wordt in de wetsontwerpen als overwinst gedefinieerd het verschil tussen het rendement op het, op een bepaalde wijze geherwaardeerde, eigen vermogen en het rendement op staatsleningen plus risico-opslag.

In het tweede deel van hun artikel vergelijken Bartlema en Van der Straaten het rendement op staatsleningen met het rendement op het eigen vermogen van grote Nederlandse ondernemingen. Hierbij maken zij gebruik van de publikatie van de AMRO-bank 'Kerngetallen van Nederlandse Effecten'. De hierin gepubliceerde cijfers zijn gebaseerd op de publikaties van de ondernemingen, en hoeven derhalve niet overeen te komen met de cijfers betreffende winst en eigen vermogen zoals gedefinieerd in de VAD-wetsontwerpen.

Voor de periode 1961–1975 komen de schrijvers tot een risicopremie, gedefinieerd als het verschil tussen het rendement op het eigen vermogen en het rendement van staatsobligaties, van gemiddeld 2,5 % per jaar. Voor dezelfde periode was het verschil tussen de 'return' op een belegging op de aandelenmarkt en de 'return' van een belegging in langlopende staatsleningen 1,5 % per jaar. De schrijvers zijn zich bewust van het verschil in definitie, maar concluderen toch dat: 'De risico-premie van 2 % die de VAD als maatstaf neemt (in het in 1976 ingediende wetsontwerp) lijkt een redelijke schatting van de in werkelijkheid voorkomende risico-premie.'

Voor de Amerikaanse markt zijn meer cijfers beschikbaar dan voor de Nederlandse markt. Zo publiceerde J. F. Weston in 1976 een artikel²⁵ waarin hij een schatting had opgenomen van de parameters van het Capital-Asset-Pricing-Model voor de jaren 1960–1973 voor de Amerikaanse markt. Hij kwam hierin tot een gemiddeld rendement op de marktportefeuille van 8,8 % per jaar, bij een gemiddeld rendement voor de risicovrije belegging van 4,5 % per jaar. Dit zou een risicopremie van gemiddeld 4,3 % impliceren. De risicovrije opbrengst is geschat uit de gemiddelde opbrengsten van driemaands schatkistpapier. Het rendement hierop ligt in het algemeen een stuk lager dan het rendement op langlopende staatsleningen.

Zo bedroeg in Nederland het gemiddelde rendement op staatsleningen voor de periode 1956 t/m 1978 6,38 % tegen een gemiddeld rendement van 3,92 % op schatkistpapier met een resterende looptijd van drie maanden.²⁶ Dit

25. J. F. Weston, Asset expansion decisions in the framework of the capital asset pricing model, *Bedrijfskunde* jrg. 48 no. 3.

26. Berekend op basis van het jaarverslag van De Nederlandsche Bank 1978, Amsterdam, 1979, statistische bijlage pag. 62–63.

betekent dat de risicopremie boven het rendement op staatsleningen derhalve voor deze periode 2,46 % lager kan liggen dan de premie boven het rendement op schatkistpapier met een resterende looptijd van drie maanden. Voor de periode 1960–1973 (de onderzoeksperiode van Weston) is dit verschil te becijferen op 2,45 %.

In hun in 1978 verschenen handboek (sixth edition) hebben Weston en Brigham hetzelfde voorbeeld opgenomen, maar nu voor de periode 1960–1976.²⁷ Over deze periode bleek het rendement op de marktportefeuille gemiddeld 7,9 % per jaar te bedragen tegen een rendement op de risicovrije belegging van gemiddeld 5,1 % per jaar. Dit betekent derhalve een gemiddelde risicopremie van 2,8 %. (Wederom boven schatkistpapier en niet boven langlopende staatsleningen.)

Een zeer uitvoerig onderzoek naar de rendementen op de Amerikaanse markt is in 1976 gepubliceerd door R. G. Ibbotson en R. A. Sinquefeld. Zij publiceerden cijfers over de periode 1926–1974 betreffende het rendement op gewone aandelen, langlopende overheidsleningen, langlopende leningen door bedrijven, schatkistpapier en de consumptieprijsindex.²⁸ De resultaten vermeld in dit artikel werden geciteerd door de vertegenwoordigers van Shell-Nederland B.V. toen zij op de openbare hoorzitting van de commissie uit de Tweede Kamer, belast met het voorbereidend onderzoek van het wetsontwerp op de VAD, betoogden dat uit onderzoeken in de v.s. bleek dat 'het rendement van de totale marktportefeuille van aandelen in vergelijking met de rentevoet van risicoloze staatsobligaties een verschil vertoont van 8,8 % in de v.s.²⁹ Deze 8,8 % is het rekenkundig gemiddelde van de jaarlijkse risicopremies voor de periode 1926–1974, waarbij de jaarlijkse risicopremie als volgt is gedefinieerd:

$$R_{p,t} = \frac{R_{m,t} - R_{f,t}}{1 + R_{f,t}},$$

waarbij:

$R_{p,t}$ = de risicopremie in periode t ;

$R_{m,t}$ = het rendement op de marktportefeuille van aandelen in periode t ;

$R_{f,t}$ = het rendement op schatkistpapier in periode t .

Gemeten is dus het rekenkundig gemiddelde van de risicopremies boven

27. Weston and Brigham, pag. 763.

28. R. G. Ibbotson and R. A. Sinquefeld, Stocks, bonds, bills and inflation: year-by-year historical returns (1926–1974), *Journal of business*, jrg. 49 no. 1, jan. 1976.

29. Regeling van de vermogensaanwasdeling, verslag van een openbare hoorzitting, Tweede Kamer, zitting 1977–1978, 15007 no. 5, pag 22.

het rendement op schatkistpapier i.p.v. boven staatsobligaties. Bovendien is het juister om bij vergelijking van percentages over een periode gebruik te maken van het meetkundig i.p.v. het rekenkundig gemiddelde. Het meetkundig gemiddelde van de jaarlijkse rendementen geeft namelijk het effectieve rendement over de gehele periode.

Ibbotson en Sinquefield hebben ook de meetkundige gemiddelden van de rendementen op aandelen, schatkistpapier en staatsobligaties berekend en gepubliceerd. Het meetkundig gemiddelde van het rendement op gewone aandelen bleek voor de gehele periode 8,5 % per jaar te bedragen tegen een rendement van 3,2 % op lange termijn overheidsobligaties (eveneens meetkundig gemiddeld), hetgeen een risicopremie impliceert van 5,3 %. Bovendien is dan nog het rendement op overheidsobligaties vertekend, omdat bij de berekening rekening is gehouden met koersdalingen en stijgingen, die door verandering in de rentestand worden veroorzaakt. Van groot belang is ook nu weer de keuze van het begin- en het eindjaar van de periode waarover men de risicopremie wil meten. De sterke fluctuaties in de jaarlijkse risicopremies blijken uit tabel 6.1. De risicopremie, gedefinieerd als het verschil tussen het (meetkundig) gemiddelde rendement op gewone aandelen en staatsleningen bedroeg voor de v.s. voor de periode 1960–1974 0,7 % per jaar, voor 1961–1974 1,7 %, 1962–1974 –0,1 % en voor 1964–1974 –0,4 % per jaar.

De in tabel 6.1. vermelde rendementen op aandelen en staatsleningen zijn door Ibbotson en Sinquefield berekend op basis van de dividend- resp. rente-uitkeringen en de koersmutaties per jaar. De risicopremies zijn door ons bepaald als het verschil tussen de beide rendementen.

Gezien de grote spreiding in het cijfermateriaal is het niet mogelijk een uitspraak te doen over de gewenste hoogte van de risicopremie.

In 1979 is er een studie gepubliceerd naar de kostenvoet van het eigen vermogen van 185 Belgische ondernemingen.³⁰ De studie had slechts betrekking op aan de Brusselse effectenbeurs genoteerde ondernemingen, en wel voor de periode 1970–1975. De onderzoekers baseren zich op het Capital-Asset-Pricing-Model. Daarvan uitgaande, bestaat de kostenvoet van het eigen vermogen uit twee delen: 'the riskfree rate of return and a positive risk premium which is equal to the per unit risk premium multiplied by the risk level as measured by the beta-coefficient (also defined as the undiversifiable risk)'.

30. L. Gheysens, B. Regidor, L. Vanthienen, Cost of equity capital of 185 Belgian companies, Tijdschrift voor Economie en Management, Vol XXIV, nr. 1, 1979.

Jaar	Rendement aandelen (I)	Rendement staatsleningen (II)	Risicopremie (I)-(II) (III)
1950	31,7	0,0	31,7
1951	24,0	-3,9	27,9
1952	18,3	1,2	17,1
1953	-1,0	3,6	-4,6
1954	52,6	7,2	45,4
1955	31,5	-1,3	32,8
1956	6,6	-5,6	12,2
1957	-10,8	7,5	-18,3
1958	43,4	-6,1	49,5
1959	12,0	-2,3	14,3
1960	0,5	13,8	-13,3
1961	26,9	1,0	25,9
1962	-8,7	6,8	-15,5
1963	22,8	1,2	21,6
1964	16,5	3,5	13,0
1965	12,4	0,7	11,7
1966	-10,0	3,7	-13,7
1967	24,0	-9,2	33,2
1968	11,1	-0,3	11,4
1969	-8,4	-5,0	-3,4
1970	3,9	12,1	-8,2
1971	14,3	13,2	1,1
1972	19,0	5,7	13,3
1973	-14,7	5,5	-20,2
1974	-26,4	4,4	-30,8

Tabel 6.1. Rendementen op aandelen, staatsleningen en risicopremies in procenten per jaar voor de vs. Bron: R. G. Ibbotson en R. A. Sinquefeld, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Year-by-Year Historical Returns (1926-1974)*. Journal of Business 1976.

In een ander artikel maken dezelfde onderzoekers een schatting voor de kostenvoet van het eigen vermogen van ondernemingen in België, Frankrijk, West-Duitsland, Nederland, Spanje, Zweden en Engeland.³¹ Voor Nederland zijn de berekeningen uitgevoerd m.b.v. een steekproef van 37 op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen, voor welke ondernemingen men voor de periode 1965-1977 per maand het effectieve rendement

31. L. Gheysens, B. Regidor, L. Vanthienen, *Cost of equity estimation of companies in Belgium, France, Germany, the Netherlands, Spain, Sweden and U.K.: some empirical results*, Tijdschrift voor Economie en Management, nr. 1, 1979.

op de aandelen heeft bepaald. Als marktindex werd de ANP/CBS Index gebruikt. Via regressie van het rendement op de verschillende aandelen met de marktindex werden de bèta-coëfficiënten bepaald. \bar{R}^2 , ofwel de 'average coefficient of determination of the market model regressions', bleek voor de Nederlandse ondernemingen 0,39 te bedragen. Dit betekent dat 39 % van de schommelingen in het rendement op de aandelen verklaard kan worden uit het marktmodel. Voor 61 % van de fluctuaties blijkt het marktmodel dus geen verklaring te bieden. De stabiliteit van de bèta-coëfficiënten bleek vrij hoog te zijn. Bij een splitsing van de onderzoeksperiode in twee subperiodes, nl. 1965-71 en 1972-77, bleek slechts bij twee van de 37 ondernemingen de hypothese dat de bèta-coëfficiënten berekend voor de beide subperiodes aan elkaar gelijk zouden zijn met 95 % zekerheid te worden verworpen.

Voor alle landen worden de risicopremie en de risicovrije opbrengstvoet op twee verschillende wijzen bepaald.

De eerste methode wordt ontleend aan Miller en Scholes³² en geschiedt via een lineaire regressie van het gemiddelde gerealiseerde rendement op de verschillende aandelen met de schatting voor de bijbehorende bèta-coëfficiënt, volgens de volgende vergelijking:

$$\bar{R}_i = c + d\hat{\beta}_i + e_i$$

waarbij:

c = de geschatte waarde voor het rendement op een risicovrije belegging,

d = de geschatte waarde van de risicopremie, (per unit risk premium),

\bar{R}_i = het gemiddeld gerealiseerde rendement op aandeel i ,

$\hat{\beta}_i$ = de reeds eerder geschatte waarde van de bèta voor aandeel i , en

e_i = de storingsterm.

Op deze wijze wordt voor Nederland voor de periode 1965-1977 een impliciete risicovrije opbrengstvoet geschat van 5 % per jaar alsmede een impliciete risicopremie van 3,43 %. De onderzoekers waarschuwen voor de onbetrouwbaarheid van de schattingen: 'Depending on the representativeness of the sample in each country, the results should be viewed with some caution.'

De tweede methode waarop voor de verschillende landen de risicopremie en de risicovrije opbrengstvoet worden bepaald, geschiedt door voor de risicovrije opbrengstvoet een korte termijn interestpercentage te nemen en de risicopremie vervolgens te definiëren als het verschil tussen het gemiddelde rende-

32. De onderzoekers verwijzen hier naar: M. Miller and M. Scholes, Rates of return in relation to risk: a re-examination of some recent findings, In *Studies in the theory of capital markets*, pp. 47-78, Edited by M. C. Jensen, New York 1972.

ment op de aandelenmarkt en de risicovrije opbrengstvoet. Voor Nederland wordt als de risicovrije opbrengstvoet genomen het interestpercentage op driemaands deposito's, dat gemiddeld 4,28 % bleek te zijn. Het gemiddelde rendement op de marktindex (de ANP/CBS-index) bleek 0,88 % te zijn. In deze index zijn echter de dividenduitkeringen niet opgenomen. Men schatte het gemiddelde dividendrendement op 5 %, waardoor het marktrendement 5,88 % per jaar werd en de risicopremie 1,59 %.

Zonder nadere toelichting wordt vervolgens de kostenvoet van het eigen vermogen van de verschillende ondernemingen bepaald door bij de korte termijn interestvoet van 4,28 % het produkt van de bèta-coëfficiënt en de impliciet bepaalde 'per unit risk premium' van 3,43 % op te tellen. Op deze wijze komt men tot een marktrendement van $4,28 + 3,43 = 7,71$ %, welk rendement duidelijk afwijkt van het eerder bepaalde rendement van 5,88 %.

Op de wijze waarop de individuele bèta-coëfficiënten voor de verschillende ondernemingen in de betreffende studie worden geschat, hebben we de kritiek dat deze gevonden worden door het maandelijks rendement op de verschillende aandelen, bij de bepaling waarvan rekening wordt gehouden met de dividenduitkeringen etc., te regresseren met de ontwikkeling in de marktindex, die niet wordt gecorrigeerd voor dividend- en andere uitkeringen.

Vergelijken we de gevonden kostenvoeten van het eigen vermogen met de normale vergoeding zoals die in de VAD-wetsontwerpen wordt gehanteerd, dan is in de wetsontwerpen de normale vergoeding gebaseerd op het rendement op langlopende staatsleningen, welk rendement doorgaans hoger ligt dan de door de onderzoekers gebruikte korte termijn interestvoet.

Wat betreft het niveau van de risicopremie, die is in het eerste wetsontwerp 2 %, in de meest recente wetsontwerpen 3 % terwijl ze in het onderzoek op 1,59 en 3,43 % blijkt te liggen. Dit is dezelfde orde van grootte.

6.5. EEN POGING TOT QUANTIFICERING VAN DE VERMOGENSKOSTENVOET IN NEDERLAND

Op basis van de beschikbare gegevens betreffende de ondernemingsresultaten willen wij in deze paragraaf een poging doen tot quantificering van de door de verschaffers van het eigen vermogen gewenste opbrengstvoet. Wij gaan daarbij uit van het groeiemodel, waarbij werd verondersteld dat de marktprijs van de aandelen volledig wordt bepaald door de uit te keren dividenden, en waarbij deze dividenden jaarlijks met een vast percentage zullen toenemen. De groei in de dividenden wordt mogelijk gemaakt door de

winstinhouding. Zo kwamen we tot de relatie 6.3., die ook te schrijven was als:

$$k = \frac{D_1}{MPA} + b \cdot r,$$

waarbij

k = de gewenste opbrengstvoet voor het eigen vermogen,

D_1 = het eerstvolgende dividend per aandeel,

MPA = de huidige marktprijs per aandeel,

b = de inhoudingsquote van de winst, en

r = de rentabiliteit over het eigen vermogen na belasting.

Dit model staat in de literatuur bekend als het 'Gordon-Shapiro-groei-model'. Wij zullen dit model proberen toe te passen op de belangrijkste Nederlandse ondernemingen waarvan de aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerd zijn.

Enige gegevens staan vermeld in tabel 6.2.

Jaar	Eigen vermogen per ultimo	Netto-winst	Totaal dividend	Beurswaarde per ultimo	Aantal ondernemingen
1965	36.218	2977	1364	33.471	270
1966	39.630	3168	1464	28.113	282
1967	41.361	3221	1534	38.443	282
1968	43.964	3985	1725	48.584	254
1969	47.598	4554	2020	46.720	239
1970	50.129	4325	2041	41.906	228
1971	50.117	4375	2092	37.834	220
1972	51.273	4276	2182	47.660	220
1973	53.107	6374	2265	39.444	209
1974	51.815	7265	2254	24.748	177
1975	52.469	3876	2038	30.943	172
1976	52.427	5492	2319	34.525	168

Tabel 6.2. Enige gegevens betreffende Nederlandse, op de beurs genoteerde ondernemingen (bedragen $\times f$ 1.000.000,-). Bron: Maandstatistiek Financieuzen en Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-n.v.'s, C.B.S.

Bij gebrek aan gegevens hebben wij ons hierbij moeten beperken tot de periode 1965-1976. Uit tabel 6.2. is tabel 6.3. afgeleid.

Uit de cijfers van tabel 6.3. blijkt dat de groeivoet in de jaarlijkse dividend-

Jaar	Winstin- houdings- quote b	Rentabili- teit eigen vermogen, r	b.r	Dividend/ beurswaarde	Kostenvoet eigen vermogen, (III) + (IV) (V)
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
1965	0,47	0,082	0,039	0,041	0,080
1966	0,48	0,080	0,038	0,052	0,090
1967	0,44	0,087	0,034	0,040	0,074
1968	0,51	0,091	0,046	0,036	0,082
1969	0,50	0,096	0,048	0,043	0,091
1970	0,46	0,086	0,040	0,049	0,089
1971	0,45	0,087	0,039	0,055	0,094
1972	0,43	0,083	0,036	0,046	0,082
1973	0,61	0,120	0,073	0,057	0,130
1974	0,68	0,140	0,095	0,091	0,186
1975	0,46	0,074	0,034	0,066	0,100
1976	0,57	0,105	0,060	0,067	0,127

Tabel 6.3. Toepassing van het groei-model op de belangrijkste op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde ondernemingen.

uitkeringen niet constant is. Formule 6.3. is afgeleid onder de veronderstelling dat deze groeivoet eeuwigdurend constant zou zijn.

De tabel 6.3. berekende kostenvoet van het eigen vermogen voor de verschillende jaren is slechts gelijk aan de door de verschaffers van het eigen vermogen gewenste rentabiliteit indien deze ervan uitgaan dat de groei van de dividenden in de toekomst gelijk zal zijn aan de voor het betreffende jaar berekende groeivoet.

De verandering in de kostenvoet voor de verschillende jaren is dan het gevolg van veranderingen in de rentestand en in de verwachtingen omtrent de toekomstige groei.

Indien we de in tabel 6.3. berekende kostenvoet voor het eigen vermogen vergelijken met het effectieve rendement per ultimo van het jaar op langlopende staatsleningen krijgen we het resultaat zoals vermeld in tabel 6.4.

In tabel 6.4. staat de berekening vermeld van de risicopremie op basis van het Gordon-Shapiro-groei-model per ultimo van het jaar. Bij dit dividendkapitalisatiemodel wordt aangenomen dat de eerstvolgende dividenduitkering na één jaar plaatsvindt. Aangezien de dividenduitkeringen echter in de regel gedurende het jaar geschieden, hebben wij nog een tweede, alternatieve,

Jaar	Kostenvoet eigen ver- mogen, k	Rendement staatsle- ningen	Risico- premie (I)–(II)	Alternatieve kostenvoet E. V., k'	Alternatieve risico- premie (IV)–(II)
	(I)	(II)	= (III)	(IV)	(V)
1965	0,080	0,060	0,020	0,082	0,022
1966	0,090	0,064	0,026	0,092	0,028
1967	0,074	0,063	0,011	0,075	0,012
1968	0,082	0,066	0,016	0,083	0,017
1969	0,091	0,078	0,013	0,092	0,015
1970	0,089	0,076	0,013	0,091	0,015
1971	0,094	0,075	0,019	0,097	0,022
1972	0,082	0,073	0,009	0,084	0,011
1973	0,130	0,089	0,041	0,134	0,045
1974	0,186	0,089	0,097	0,194	0,105
1975	0,100	0,081	0,019	0,103	0,022
1976	0,127	0,080	0,047	0,131	0,051

Tabel 6.4. Berekening van de risicopremie per ultimo van het jaar.

berekening van de risicopremie gemaakt. Hierbij hebben we verondersteld dat de dividenduitkeringen halverwege het jaar geschieden. De correctie is als volgt geschied: de vermogenskostenvoet, k , is verhoogd met $0,5 \cdot k\%$ van de waarde van het quotiënt van het dividend en de beurswaarde (kolom iv) in tabel 6.3.

Uit de hoogte van de berekende risicopremies valt zeker niet te concluderen dat de in de VAD-wetsontwerpen genoemde risico-opslag van 2 resp. 3% te laag is. Dit alles nog afgezien van de problematiek van het verschil in definitie van de verschillende grootheden. Met uitzondering van de jaren 1973 en 1974 blijkt de risicopremie slechts éénmaal de 3% te hebben overschreden. Deze jaren nemen een bijzondere plaats in wegens de oliecrisis, toen ten gevolge van de prijsstijgingen van de grondstoffen door een aantal ondernemingen grote (schijn-)winsten werden behaald.

Een bezwaar dat men tegen de door ons gehanteerde berekeningswijze kan inbrengen, is dat de groeivoet niet constant is. Dit bezwaar is te ondervangen door te werken met een gemiddelde waarde voor de groeivoet. Als waarde voor de groeivoet zou men dan kunnen nemen het voortschrijdend gemiddelde over een aantal perioden, waarbij men eventueel de waarden voor de meer recente jaren een hoger gewicht kan geven. De door de aandeelhouders gewenste opbrengst wordt dan gelijk aan het directe rendement dat zij uit de

aandelen ontvangen plus het voortschrijdend (gewogen) gemiddelde van de groeivoet. Op de gemiddelde waarde van de risicopremie zal dit uiteraard slechts een zeer geringe invloed kunnen hebben.

Een tweede benadering van de door de beleggers gewenste opbrengstvoet is de veronderstelling dat op langere termijn het gemiddelde rendement gelijk is aan het gewenste rendement.

De berekening van het gemiddelde gerealiseerde rendement op aandelen in de laatste 20 jaar is opgenomen in tabel 6.5.

Verondersteld is, dat alle dividenden worden herbelegd, waarbij er geen rekening wordt gehouden met verschuldigde dividend- en inkomstenbelasting. In de eerste kolom van deze tabel staat de ontwikkeling van de beurswaarde-index per ultimo van elk jaar;³³ de tweede kolom geeft het rendement per ultimo, zijnde quotiënt van het laatste dividend en de beurswaarde per ultimo.³⁴ De derde kolom geeft de waarde-ontwikkeling van f 100,-, geïnvesteerd per ultimo 1958, onder de vooronderstelling dat alle dividenden worden herbelegd.

De vierde kolom geeft de mutatie per jaar van de cumulatieve waarde-ontwikkeling van de f 100,-, geïnvesteerd per ultimo 1958. Deze blijkt zeer sterk te variëren en wel van -20,8 % (in 1974) tot +49,9 % (in 1975). Kolom v geeft het gemiddelde effectieve rendement op langlopende staatsleningen in de verschillende jaren. Deze is de basis voor de normale vergoeding zoals bepaald in de VAD-wetsontwerpen. De zesde kolom is het verschil tussen de vierde en de vijfde.

Deze geeft de in de verschillende jaren gerealiseerde risico premie aan. Ook deze loopt zeer sterk uiteen, en wel van -30,6 % (in 1974) tot +41,1 % (in 1975). Het rekenkundig gemiddelde van de gerealiseerde risicopremie ligt voor de hele periode op 1,5 %. Het rekenkundig gemiddelde is echter voor percentages een minder juiste maatstaf. Beter is het meetkundig gemiddelde. Hieruit blijkt dat bij belegging van f 100,- per ultimo 1958 en bij herinvestering van alle dividenden de belegger in de twintig jaren 1958-1978 per jaar gemiddeld een rendement heeft behaald van 6,6 % over zijn investering. Dit blijkt dan zelfs 0,1 % minder te zijn dan het gemiddelde effectieve rendement op langlopende staatsleningen. (Bij investering in staatsleningen zou de belegger echter minder hebben ontvangen omdat de opbrengst dan ook beïnvloed zou zijn door koerswinsten en -verliezen. Per saldo zou hij een koersverlies

33. Bron: Maandstatistiek Financiewezen, CBS.

34. Bron: Kerngetallen van Nederlandse effecten, AMRO-bank.

Jaar	Beurs- waarde- index per ultimo (I)	Rende- ment per ultimo (II)	Waarde- ontwikke- ling f 100,- (III)	Effectief rendement per jaar (IV)	Rende- ment staats- obligaties (V)	Risico- premie (VI)
1958	65,6		100			
1959	83,6	0,029	131	0,311	0,044	0,267
1960	85,4	0,031	138	0,053	0,045	0,008
1961	85,7	0,031	143	0,034	0,042	-0,008
1962	76,7	0,035	132	-0,074	0,042	-0,116
1963	82,9	0,033	148	0,116	0,043	0,073
1964	94,3	0,035	174	0,178	0,051	0,127
1965	83,7	0,041	161	-0,075	0,055	-0,130
1966	67,6	0,051	136	-0,151	0,066	-0,218
1967	87,2	0,040	183	0,342	0,064	0,278
1968	114,1	0,035	248	0,354	0,065	0,289
1969	105,8	0,043	240	-0,033	0,075	-0,108
1970	95,9	0,049	228	-0,049	0,080	-0,129
1971	85,7	0,056	215	-0,057	0,076	-0,133
1972	108,5	0,045	285	0,322	0,076	0,247
1973	87,7	0,058	243	-0,145	0,079	-0,224
1974	64,2	0,081	193	-0,208	0,098	-0,306
1975	90,9	0,059	289	0,499	0,088	0,411
1976	90,5	0,063	306	0,058	0,090	-0,032
1977	92,9	0,067	335	0,095	0,081	0,014
1978	92,4	0,069	356	0,063	0,077	-0,014
1958-1978 rekenkundig gemiddelde				0,082	0,067	0,015
1958-1978 meetkundig gemiddelde				0,066	0,067	-0,001

Tabel 6.5. Berekening van de risicopremie voor de jaren '58-'78.

hebben geleden, gezien de stijging van de rentestand in de beschouwde periode.)

Aan de wijze van berekening van het effectieve rendement op aandelen, zoals gedaan in tabel 6.5, kleven echter een aantal bezwaren. Zo is bijv. het rendement per ultimo bepaald door het laatste dividend te delen door de marktwaarde per ultimo. Ingeval van keuzedividenden wordt daarbij als dividend genomen het bedrag dat maximaal in contanten kan worden verkregen. Dit terwijl keuze voor uitkering in aandelen doorgaans een grotere waarde vertegenwoordigt. Met uitkeringen in aandelen (bonussen) en op-

brengsten van claims bij de uitgifte van nieuwe aandelen wordt geen rekening gehouden. Verder is bij de berekening van het effectieve rendement aangenomen dat de dividenden worden herbelegd tegen de beurskoers per ultimo, hetgeen ook een onrealistische veronderstelling is.

Door drs. A. Schoorlemmer is de waarde-ontwikkeling bepaald van investering van een bepaald bedrag in een ongewogen marktportefeuille van aandelen.³⁵ (Deze marktportefeuille bestaat uit alle aan de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde Nederlandse ondernemingen exclusief KLM, de verzekeringsmaatschappijen en de beleggingsinstellingen.) Bij deze berekening is uitgegaan van herbelegging van alle uit het aandeel vrijvallende opbrengsten, dus inclusief claims e.d., tegen de op dat moment relevante beurskoersen. Ingeval van een keuzedividend wordt aangenomen dat uitkering in aandelen geschiedt, dit vanwege de doorgaans grotere opbrengst. Op deze wijze wordt een juist inzicht verkregen van de waarde-ontwikkeling van een belegging in een marktportefeuille van aandelen. Uit deze cijfers blijkt dat een investering in de marktportefeuille per ultimo 1958 over de periode tot ultimo 1976 een (meetkundig) gemiddeld rendement van 8,3 % per jaar zou hebben opgeleverd. Over dezelfde periode bedraagt het gemiddelde rendement op staatsobligaties, (vermeld in tabel 6.5.), 6,6 % per jaar. Dit betekent derhalve een risicopremie van gemiddeld 1,7 % per jaar voor de periode 1958–1976. Dit resultaat is in overeenstemming met de andere onderzoeken.

(Investing in staatsleningen gedurende de periode 1958–1976 zou, volgens cijfers door Schoorlemmer verzameld, een effectief rendement van 4,7 % per jaar hebben opgeleverd. Het verschil met de bovengenoemde 6,6 % ontstaat door de koersmutaties ten gevolge van veranderingen in de rentestand.)

6.6. CONCLUSIES M.B.T. DE NORMALE VERGOEDING ZOALS VOORGESTELD IN DE VAD-WETSONTWERPEN

Volgens de theorie zijn er twee methoden ter bepaling van de door de verschaffers van het eigen vermogen gewenste rentabiliteit. Deze twee methoden zijn onderling niet strijdig, maar moeten dezelfde oplossing geven. De eerste methode gaat uit van de veronderstelling dat de marktprijs van de aandelen tot stand komt door kapitalisatie van de in de toekomst te verwachten dividenduitkeringen tegen de door de beleggers gewenste rentabiliteit. Het is dan mogelijk om op basis van de verwachte dividenden en de huidige

35. Dit betreft nog niet gepubliceerde onderzoeksresultaten.

marktprijs de gewenste opbrengst te bepalen. Met betrekking tot de ontwikkeling in de toekomstige dividenden is er in de literatuur een aantal modellen ontwikkeld.

De tweede methode gaat ervan uit dat de beleggers slechts een vergoeding zullen ontvangen voor het niet weg-diversificeerbare, systematische, risico. Deze methode is gebaseerd op het Capital-Asset-Pricing-Model. Volgens dit model is de gewenste vergoeding voor investering in een bepaald aandeel gelijk aan het rendement op een risicovrije belegging, verhoogd met het produkt van de bèta-coëfficiënt van dat aandeel en het verschil tussen het rendement op de marktportefeuille en het rendement op de risicovrije belegging:

$$k_i = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f) \quad (6.4.)$$

Uiteraard is dit slechts juist indien het CAPM juist is. Dit model is afgeleid onder een aantal vooronderstellingen die inhouden dat de kapitaalmarkt 'efficiënt' dient te zijn. In § 6.2. hebben we deze vooronderstellingen vermeld. Volgens onderzoeken blijkt de New York Stock Exchange vrij efficiënt te functioneren.³⁶ Voor de effectenbeurs te Amsterdam zijn er geen onderzoeken naar de marktefficiëntie bekend.

Toepassing van de, op één van beide bovenvermelde methoden bepaalde, gewenste rentabiliteit bij de bepaling van de overwinst in het kader van een wettelijke VAD-regeling stuit echter voor de individuele onderneming op een aantal bezwaren. Zo fluctueert de gewenste vergoeding volgens de eerste methode sterk met de veranderende verwachtingen betreffende de toekomstige dividenden, terwijl het verder bijzonder moeilijk is een juiste of redelijke schatting van deze dividenden te maken. Ook blijken de bèta-coëfficiënten lang niet altijd stabiel te zijn, zodat ook de toepassing van de tweede methode niet zonder meer mogelijk is.³⁷

Een veel groter probleem is echter dat beide methoden slechts mogelijk zijn voor die ondernemingen waarvan de aandelen ter beurze zijn genoteerd. Dit zijn in het algemeen de grootste ondernemingen, maar het merendeel van de Nederlandse bedrijven valt buiten deze groep. Bovendien heeft de voorgestelde wettelijke VAD-regeling slechts betrekking op de Nederlandse ondernemingsactiviteiten van de bedrijven, terwijl de beurskoersontwikkeling afhan-

36. Zie bijv. H. G. Eijgenhuijsen, *Risico en rendement van aandelenportefeuilles*, Leiden 1977.

37. Zie hiervoor: F. Black, M. C. Jensen en M. Scholes, *The Capital-Asset-Pricing-Model: Some empirical Tests*, M. C. Jensen ed., *Studies in the theory of capital markets*, New York, 1972; M. E. Blume, *Betas and their regression tendencies*, *Journal of Finance*, juni 1975; E. F. Fama and J. D. MacBeth, *Risk, return and equilibrium: empirical tests*, *Journal of Political Economy*, May-juni 1973.

kelijk is van alle resultaten van de onderneming, dus ook de buitenlandse. Juist bij de op de beurs genoteerde ondernemingen zijn deze activiteiten vaak zeer aanzienlijk. Het kan best zijn dat voor de Nederlandse activiteiten van een internationaal werkende onderneming een andere normale vergoeding redelijk zou zijn dan die welke blijkt uit de koersontwikkeling van de gehele onderneming.

Gezien het geringe aantal op de beurs genoteerde ondernemingen en de diversificatie binnen een groot aantal van deze bedrijven lijkt het ook niet zinvol mogelijk een afzonderlijke normale vergoeding per bedrijfstak vast te stellen.

Voor een wettelijke VAD-regeling lijkt derhalve de keuze voor een uniforme normale vergoeding voor alle Nederlandse bedrijven de enige zinvolle mogelijkheid.

Op basis van de beschikbare cijfers blijkt het rendement op de marktportefeuille gedurende de laatste 20 jaar gemiddeld rond het rendement op staatsleningen plus twee procent te liggen.

Dit rendement kan echter niet zonder meer worden vergeleken met de (over-)winstbepaling zoals die volgens de VAD-wetsontwerpen dient te geschieden. Het eerste rendement wordt immers bepaald op basis van de marktwaarde van de onderneming en de uitgekeerde dividenden. Bij de VAD-wetsontwerpen wordt de (over-)winst bepaald op basis van de fiscale winst (globaal), waarbij op die winst een normale vergoeding in mindering wordt gebracht, die berekend wordt over een eigen vermogen dat gebaseerd is op een historische kostprijs en dat op een bepaalde wijze op actuele waarde wordt gebracht. Op basis van de behandelde studies is het niet mogelijk een verantwoorde uitspraak te doen of een normale vergoeding over dit eigen vermogen ter hoogte van het rendement op staatsleningen plus 2 of 3 procent onjuist is. Verder moeten we erop wijzen dat de verschaffers van het eigen vermogen naast de normale vergoeding ook nog recht hebben op dat gedeelte van de overwinst dat niet als VAD aan de werknemers toevallt. In de meest recente wetsvoorstellen ontvangen de verschaffers van het eigen vermogen zo nog eens 76 % van de overwinst. Naarmate dit deel in de overwinst hoger is, kan de normale vergoeding lager zijn.

6.7. DE INVLOED VAN DE VERMOGENSAANWASDELING OP DE DOOR DE AANDEELHOUDERS GEWENSTE RENTABILITEIT

Volgens de bedrijfseconomische theorie is de hoogte van de door de aan-

deelhouders gewenste rentabiliteit voor investering in een bepaald aandeel mede afhankelijk van de onzekerheid omtrent de uit dat aandeel te ontvangen opbrengsten. Hierbij kunnen twee opvattingen worden onderscheiden. De eerste stelt dat de gewenste rentabiliteit een functie is van de onzekerheid inzake de rentabiliteit van het eigen vermogen van de onderneming. De tweede opvatting maakt een onderscheid tussen het 'systematische' en het 'onsystematische' risico, waarbij het onsystematische risico kan worden weggediversificeerd en de door de belegger gewenste rentabiliteit slechts afhankelijk is van het systematische risico. De beide opvattingen zijn beschreven in de tweede paragraaf van dit hoofdstuk.

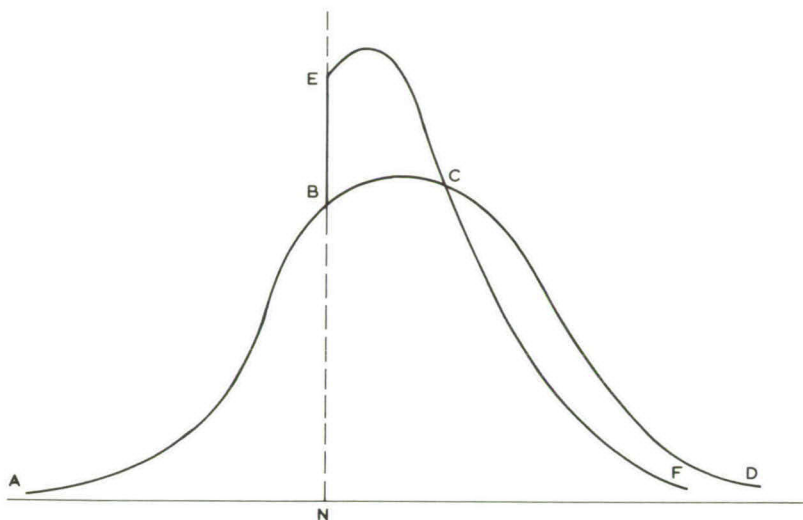
Indien nu de vermogensaanwasdeling van invloed is op de onzekerheid inzake de rentabiliteit van het eigen vermogen voor de aandeelhouders, of van invloed is op het systematische risico, dan zal zij ook van invloed zijn op de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit.

Zodra er een VAD-regeling van kracht is en door de onderneming een zodanig hoge winst wordt behaald dat er sprake is van 'overwinst' in de zin van de VAD-regeling, ontvangen de VAD-gerechtigden een gedeelte van de totale door de onderneming behaalde winst.

De aandeelhouders hebben slechts aanspraken op een normale vergoeding over het eigen vermogen plus dat deel van de overwinst dat niet aan de VAD-gerechtigden toevalt. Dit betekent dat bij een fluctuatie in de winst zowel het deel van de aandeelhouders als het deel dat aan de VAD-gerechtigden toekomt zal veranderen. De onzekerheid inzake de gehele nettowinst wordt verdeeld in een onzekerheid betreffende het deel van de winst dat toevalt aan de aandeelhouders en de onzekerheid betreffende het deel dat toevalt aan de VAD-gerechtigden.

In figuur 6.4. is de kansverdeling weergegeven van de nettowinst toekomend aan de aandeelhouders met en zonder VAD-regeling. Hierin geeft N het winstniveau aan dat gelijk is aan de normale vergoeding over het eigen vermogen. Zodra de winst hoger is dan dit niveau, valt een gedeelte daarvan toe aan de VAD-gerechtigden. De kromme ABCD geeft de kansverdeling weer van de nettowinst toekomend aan de aandeelhouders bij afwezigheid van een VAD-regeling. Indien er wel sprake is van een VAD-regeling vormt de kromme ABECF de kansverdeling van de nettowinst voor de aandeelhouders.

Omdat van de winsten boven het niveau N een gedeelte wordt afgeroomd, is de kans op hoge winsten voor de aandeelhouders geringer. Daarom verloopt de kromme EF steiler dan BD. Indien we als maatstaf voor het risico voor de aandeelhouders de spreiding in de hen toekomende nettowinst nemen, dan is het duidelijk dat de invoering van een VAD-regeling niet leidt tot een toename



Figuur 6.4. Kansverdeling van de nettowinst toekomend aan de aandeelhouders met en zonder VAD-regeling.

in het risico voor de aandeelhouders, maar tot een afname daarvan. Het gevolg hiervan kan dan zijn dat het door de aandeelhouders gewenste rendement, uitgaande van een risicomijdend gedrag, kan afnemen. Of dit tot een duidelijk lagere, door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit zal leiden, is lang niet zeker. Immers, de spreiding is niet altijd een goede maatstaf voor het risico. Dit omdat een afname van de kans op hoge winsten dezelfde invloed heeft op de spreiding als een gelijke afname in de kans op lage winsten, terwijl door de aandeelhouders juist de kans op lage winsten als risico wordt ervaren. Daarnaast zal, indien de kans op een winstniveau dat hoger is dan de normale vergoeding over het eigen vermogen gering is, en indien van de eventuele overwinst slechts een klein gedeelte aan VAD dient te worden afgedragen, de invloed van de invoering van een VAD-regeling op de onzekerheid inzake de omvang van de winst toekomend aan de aandeelhouders, en dus ook op de door deze gewenste rentabiliteit, slechts zeer gering kunnen zijn.

Het laatste geldt nog sterker indien, zoals in de meest recente VAD-voorstellen, de VAD-uitkering gedeeltelijk fiscaal aftrekbaar wordt gesteld. In de door de regering-Van Agt in 1978 ingediende wetsvoorstellen is opgenomen, dat de aan de individuele werknemers toekomende VAD voor de onderneming fiscaal aftrekbaar is.³⁸ De fiscus betaalt dan een fractie gelijk aan de

38. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1977-1978, 15007 no. 2.

belastingquote van de door de onderneming af te dragen VAD en neemt dan ook een zelfde gedeelte van de afname in de onzekerheid van de aan de aandeelhouders toekomende winst voor zijn rekening. De mogelijke invloed van de VAD op de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit zal dan nog geringer zijn.

Traas komt in zijn artikel over de invloed van de VAD op de waardebepaling van de aandelen tot dezelfde conclusie: 'Aandelen aan VAD-gerechtigden worden pas uitgegeven als de rentabiliteit hoger ligt dan de basisbeloning op eigen vermogen. Deze aandelenuitgifte zal daardoor in de loop van de tijd sterker schommelen dan de uitkeringsstroom (op de reeds uitstaande aandelen) en dus zal ook het zekerheidsniveau geringer zijn. Strikt genomen zou daarom voor de totale stroom van uitkeringen die toevloeit aan de VAD-gerechtigden een iets hogere beloningsvoet dan k als disconteringsvoet moeten worden genomen, terwijl anderzijds, als consequentie daarvan – gezien het gelijkblijven van het zekerheidsniveau van de uitkeringsstroom van de onderneming als geheel – voor het aan de bestaande aandeelhouders toekomende deel een iets lagere waarde dan k kan gelden.'³⁹

Ook Traas is van mening dat de invloed van de VAD op de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit slechts gering kan zijn, want hij vervolgt met: 'Daar de invloed van het verschil tussen beide beloningsvoeten op de beurswaarde niet anders dan gering kan zijn, wordt van dit verschil in het navolgende geabstraheerd.'

Indien we uitgaan van het Capital-Asset-Pricing-Model, wordt de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit bepaald door de omvang van het niet weg-diversificeerbare systematische risico. De door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit voor investering in aandeel i , k_i , is dan een functie van het rendement op een risicovrije belegging r_f , het rendement op de marktportefeuille r_m , en de mate van samenhang tussen het rendement op aandeel i en het rendement op de marktportefeuille weergegeven door β_i . De volgende functie geldt dan: (zie § 6.2.)

$$k_i = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$$

Door de invoering van de VAD krijgen de werknemers recht op een deel van de winst, voor zover deze hoger zal zijn dan de normale vergoeding over het eigen vermogen. Het gevolg hiervan is een daling van de verwachtingswaarde en de spreiding van de winst toekomend aan de aandeelhouders. Dit is grafisch geïllustreerd in figuur 6.4.

39. L. Traas, *De VAD en de waardebepaling van aandelen*, opgenomen in de bundel *Geld en Onderneming*, Leiden 1976, pag. 315–316.

Voor de marktportefeuille betekent dit een daling van de onzekerheid, ten gevolge waarvan in de nieuwe evenwichtssituatie na invoering van de VAD het rendement op deze marktportefeuille, r_m , iets lager zal kunnen zijn. Een gelijkblijven van r_m zou immers impliceren dat bij een lager systematisch risico de gewenste opbrengst even hoog zou blijven, hetgeen in strijd is met het veronderstelde risicomijdende gedrag van de beslissers.

Voor de gemiddelde onderneming zal dus de door de aandeelhouders gewenste opbrengstvoet iets kunnen dalen. Het is echter de vraag of dit voor alle ondernemingen het geval zal zijn. Aangezien de VAD niet op elke onderneming dezelfde invloed heeft, zal in de nieuwe evenwichtssituatie na invoering van de VAD het systematische risico voor de verschillende ondernemingen, en dus β_i , een andere waarde kunnen krijgen, hetgeen te zamen met de bovengenoemde wijziging in r_m tot een andere gewenste opbrengstvoet voor de onderneming, k_i , zal kunnen leiden.

In het Capital-Asset-Pricing-Model vormt het rendement een beloning voor het lopen van risico. Dit impliceert dat de hoogste rendementen, en dus ook de grootste overwinsten, zullen worden behaald door de ondernemingen met een hoge β_i . Naarmate de overwinsten hoger zijn, zal er een grotere daling van de winst toekomend aan de aandeelhouders optreden ten gevolge van de invoering van de VAD. Dit impliceert dat de onzekerheid inzake de aan de aandeelhouders toekomende winst het sterkst zal dalen bij ondernemingen met een hoge β_i . Het gevolg hiervan zal een lagere waarde voor β_i zijn in de nieuwe evenwichtssituatie na invoering van de VAD. Gecombineerd met de daling van het rendement op de marktportefeuille zal dan het gevolg hiervan een daling van de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit zijn.

Voor de ondernemingen met een lage waarde voor β_i ligt dit anders. Aangezien het rendement een beloning voor het dragen van risico is, zullen ondernemingen met een laag systematisch risico, dus met een lage β_i , weinig of geen overwinst behalen. Voor deze ondernemingen zal er dan geen daling optreden in de verwachtingswaarde en de onzekerheid van de winst toekomend aan de aandeelhouders. Omdat er voor de gehele markt een dergelijke daling zal optreden, betekent dit een toename van het risico, en dus van de β_i , voor deze ondernemingen. Indien nu de procentuele toename van β_i voor een onderneming groter is dan de daling in $(r_m - r_f)$, dan kan de invoering van een VAD-regeling voor een onderneming met een lage waarde voor β_i een stijging van de door de aandeelhouders gewenste opbrengst tot gevolg hebben. Hierbij moeten we wel bedenken dat voor de gemiddelde onderneming de gewenste opbrengstvoet zal afnemen, immers r_m zal dalen.

Samenvattend kunnen we concluderen dat, zowel indien de door de beleggers gewenste rentabiliteit bepaald wordt door de onzekerheid inzake de aan de aandeelhouders toekomende winsten, alsook indien deze wordt bepaald door de omvang van het niet weg-diversificeerbare systematische risico voor de gemiddelde onderneming, onder invloed van de invoering van een VAD-regeling de gewenste rentabiliteit iets kan dalen. Alleen voor ondernemingen met een laag systematisch risico kan in de nieuwe evenwichtssituatie de gewenste rentabiliteit iets toenemen. Indien, mede door de fiscale aftrekbaarheid, de VAD slechts een geringe invloed heeft op de omvang van de aan de aandeelhouders toekomende nettowinst, zal de invloed van de VAD op de gewenste rentabiliteit slechts gering kunnen zijn.

6.8. DE GEWENSTE OPBRENGSTVOET VOOR DE VAD-BEWIJZEN.

6.8.1. *De gewenste opbrengst voor de VAD-bewijzen in het voorstel van het kabinet-Den Uyl uit 1977*

Een van de manieren waarop de onderneming de verschuldigde vermogensaanwasdeling kan afdragen, is in de vorm van zogenaamde 'Vermogensaanwasbewijzen'. Uit het door het kabinet-Den Uyl in januari 1977 bij de Tweede Kamer ingediende gewijzigde ontwerp van wet⁴⁰ blijkt dat onder een vermogensaanwasbewijs wordt verstaan een bewijs tot deelgerechtigdheid in het vermogen van een onderneming tot het nominale bedrag van het betreffende bewijs. De hieruit volgende aanspraak kan slechts te gelde worden gemaakt bij ontbinding of faillissement van de onderneming en wel nadat alle overige schulden zijn voldaan. Een vermogensaanwasbewijs, kan, nadat het ten minste tien jaar heeft uitgestaan, door de onderneming worden ingekocht. De onderneming dient over de uitstaande vermogensaanwasbewijzen jaarlijks een vergoeding uit te keren die gelijk is aan het voor dat jaar geldende percentage van de normale vergoeding over het eigen vermogen maal de nominale waarde van de vermogensaanwasbewijzen. Deze vergoeding is slechts verschuldigd indien er in het betreffende jaar winst wordt behaald, met dien verstande dat aan de houders van de vermogensaanwasbewijzen geen groter deel van de winst hoeft te worden uitgekeerd dan overeenkomt met de verhouding tussen het nominale bedrag van de uitstaande VAD-bewijzen en

40. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Gewijzigd ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 9.

het eigen vermogen van de onderneming. De vergoeding dient te worden voldaan uit de winst ná belasting.

De vergoeding kan voor een deel, doch ten hoogste voor de helft, worden voldaan door het op het vermogensaanwasbewijs vermelde bedrag met dat gedeelte te verhogen. Verder worden bij de bepaling van de overwinst de vermogensaanwasbewijzen tot het eigen vermogen gerekend. De voorgestelde vermogensaanwasbewijzen zijn een geheel nieuwe vermogensvorm. Zij zijn een tussenvorm tussen een achtergestelde lening en preferente aandelen. Enerzijds is een vermogensaanwasbewijs een achtergestelde lening met een variabele rente vanwege de achterstelling in geval van liquidatie bij de andere schulden en de koppeling van de periodieke vergoeding aan de rentestand. (De normale vergoeding is gelijk aan het effectieve rendement op langlopende staatsleningen verhoogd met twee procentpunten.)

Anderzijds lijken ze sterker op aflosbare preferente aandelen door de preferentie bij liquidatie t.o.v. de gewone aandelen, de beperking van de periodieke uitkering tot het deel van de winst dat overeenkomt met het aandeel in het eigen vermogen en vanwege het feit dat de periodieke vergoeding dient te worden voldaan uit de winst ná belasting. In ieder geval is het een vorm van ondernemend vermogen, dat immers gedefinieerd wordt als vermogen waarvan de afwikkeling van de uit de financieringsovereenkomst voortvloeiende verbintenissen (vergoeding, terugbetaling, bijstorting en dergelijke) doelbewust afhankelijk is gesteld van de financiële resultaten van het productieproces.⁴¹ Zowel de periodieke vergoeding als de aflossing is afhankelijk van de financiële resultaten van het productieproces.

De spreiding in de mogelijke uitkeringen aan de aandeelhouders is echter groter dan die in de uitkeringen aan de houders van de vermogensaanwasbewijzen, aangezien de periodieke vergoeding op deze laatste beperkt is tot het niveau van de normale vergoeding op het eigen vermogen en aangezien de 'terugbetaling' bij aflossing of liquidatie beperkt is tot de nominale waarde. Ook de preferentie bij liquidatie doet het risico voor de houders van de vermogensaanwasbewijzen iets lager zijn. Anderzijds is de beperking van de periodieke vergoeding tot de normale vergoeding over het eigen vermogen ook aan schommelingen onderhevig, daar deze laatste gekoppeld is aan het niveau van de rentestand. De conclusie is derhalve dat vermogensaanwasbewijzen ondernemend vermogen vormen met een iets grotere zekerheid in de uitkeringen dan gewone aandelen. Het gevolg hiervan is dat de gewenste

41. J. L. Bouma, *Leerboek der bedrijfseconomie deel II, de theorie van de financiering van ondernemingen*, Wassenaar 1971, pag. 217.

opbrengstvoet op deze VAD-bewijzen iets lager zal kunnen zijn dan die op gewone aandelen. Daarnaast zal deze gewenste opbrengst op de VAD-bewijzen naar boven gedrukt worden door de geringe verhandelbaarheid van de VAD-bewijzen. Gelet op de slechte verhandelbaarheid en het ondernemende karakter van de betreffende vermogenstitels en de onmogelijkheid om de gewenste opbrengstvoet voor de gewone aandelen exact te bepalen (zie het eerste deel van dit hoofdstuk) lijkt een gewenste vergoeding gelijk aan het effectieve rendement op staatsleningen plus twee procentpunten geen onredelijke schatting.

6.8.2. De gewenste opbrengst voor de VAD-bewijzen uitgegeven krachtens het voorstel van het kabinet-Van Agt uit 1978

In het door het kabinet-Van Agt in 1978 ingediende wetsvoorstel voor de regeling van de aan de individuele werknemers toekomende VAD is ook de mogelijkheid opgenomen om de verschuldigde VAD-uitkering in VAD-bewijzen te voldoen.⁴² De op deze vermogenstitels uit te keren jaarlijkse vergoeding is gesteld op het effectieve rendement op staatsleningen in het jaar waarin de overwinst is behaald ten laste waarvan de betreffende VAD-bewijzen zijn uitgegeven, verhoogd met een risico-opslag van één procentpunt. Deze jaarlijkse vergoeding is niet langer afhankelijk van de winsten, behaald in de jaren waarover hij dient te worden uitgekeerd, en fluctueert ook niet met het effectieve rendement op staatsleningen, maar blijft gedurende de gehele looptijd op hetzelfde niveau. Indien sinds het boekjaar waarop het VAD-bewijs betrekking heeft tien jaren zijn verstreken, kan het VAD-bewijs tegen de nominale waarde worden afgelost. Deze aflossing kan geschieden zowel op verzoek van de houder als op verzoek van de onderneming. Bovendien is de jaarlijkse vergoeding op de VAD-bewijzen voor de onderneming fiscaal aftrekbaar gesteld. De aanspraak krachtens het bezit van VAD-bewijzen kan bij ontbinding of faillissement van de onderneming slechts geldend worden gemaakt nadat alle overige schuldeisers van de onderneming zijn voldaan. De VAD-bewijzen zijn nu duidelijk een vorm van beperkt ondernemend vermogen geworden: het zijn nu achtergestelde obligaties. Volgens de Memorie van Toelichting op het wetsontwerp is dit ook de bedoeling van de regering, hetgeen blijkt uit het volgende: 'Aan het vermogensaanwasbewijs zoals dat in het vorige voorstel was opgenomen, kleefden naar onze mening een aantal

42. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1977-1978, 15007 no. 2, artikel 11 pag. 6.

bezwaren, die voornamelijk het gevolg waren van het uiteindelijk niet geslaagde streven aan dit bewijs het karakter van eigen vermogen te geven. Wij denken hierbij met name aan het feit dat de vergoeding op het bewijs fiscaal niet aftrekbaar was, waardoor het een zeer dure vorm van financiering voor het lichaam vormde. Naar onze mening wordt aan een lichaam een evenwichtiger pakket afdrachtmogelijkheden geboden indien aan het vermogensaanwasbewijs het karakter van een achtergestelde obligatie wordt gegeven.⁴³

Over de hoogte van de periodieke vergoeding stelt de regering in de Memorie van Toelichting: 'Wat betreft de hoogte van de vergoeding op de vermogensaanwasbewijzen menen wij nu te kunnen volstaan met een risicopremie van 1 punt. De houder van een vermogensaanwasbewijs loopt immers enerzijds minder risico dan een aandeelhouder, terwijl het risico anderzijds groter is dan dat van een houder van een staatsobligatie, mede ten gevolge van de achterstelling bij liquidatie.'⁴⁴

Het is nu de vraag of een opslag van één punt boven het effectieve rendement op staatsleningen voldoende is. Een staatsobligatie biedt immers voor de houder het voordeel van een grote verhandelbaarheid, die bij de VAD-bewijzen geheel zal ontbreken. Daarnaast dragen de houders van de VAD-bewijzen, behalve het extra risico vanwege de achterstelling bij liquidatie, ook het risico van een gewone door een onderneming uitgegeven obligatie. Dit risico op het niet voldoen van de verplichtingen jegens de houders van de VAD-bewijzen wordt echter beperkt doordat slechts zeer rendabele ondernemingen VAD-plichtig zullen zijn en dus uitstaande VAD-bewijzen kunnen krijgen.

Het effectieve rendement op obligaties van ondernemingen ligt doorgaans iets hoger dan dat op staatsobligaties. Voor de U.S.A. hebben Ibbotson en Sinquefield berekend dat het meetkundig gemiddelde van het gerealiseerde jaarlijkse rendement op langlopende ondernemingsobligaties voor de periode 1926-1978 0,8 % boven het rendement op staatsleningen heeft gelegen.⁴⁵

Voor Nederland is er geen obligatie-index bekend voor leningen verstrekt aan het bedrijfsleven. We hebben wel op basis van de statistische bijlage van het jaarverslag van De Nederlandsche Bank berekend dat het meetkundig gemiddelde van het effectieve rendement op staatsobligaties voor de periode 1966-1978 7,79 % bedroeg tegen 8,26 % voor onderhandse leningen aan nuts-

43. Tweede Kamer, Regeling van de vermogensaanwasdeling, Memorie van toelichting, zitting 1977-1978, 15007 no. 3, pag. 17.

44. T.a.p. pag. 17.

45. Roger G. Ibbotson and Rex A. Sinquefield, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Updates*, *Financial Analyst Journal*, July/august 1979, pag. 40-44.

bedrijven.⁴⁶ Dit impliceert een risicopremie van 0,47 %. Nutsbedrijven zijn echter ondernemingen met een gering risico van wanbetaling. Voor de achtergestelde VAD-bewijzen van gewone ondernemingen zal dan ook een iets hogere vergoeding verschuldigd zijn. Gelet echter op het feit dat slechts de zeer rendabele ondernemingen VAD verschuldigd zullen zijn, lijkt het effectieve rendement op staatsobligaties plus één punt risicopremie een redelijke benadering voor het gewenste rendement op deze vermogenstitels.

46. De Nederlandsche Bank N.V., Verslag over het jaar 1978, Statistische bijlage, pag. 62-63.

De bepaling van de overwinst

7.1. INLEIDING

Krachtens de voorstellen betreffende de VAD delen de werknemers in de door de ondernemingen behaalde overwinsten. Onder overwinst wordt daarbij verstaan de winst na aftrek van een redelijke ofwel 'normale' vergoeding over het in de onderneming geïnvesteerde eigen vermogen.

In de wetsvoorstellen betreffende de VAD wordt bij de overwinstbepaling onder winst verstaan de fiscale, in het binnenland behaalde, belastbare winst na aftrek van de daarover verschuldigde belasting, en na aftrek van eventuele 'rendementstekorten', die zijn ontstaan doordat in het verleden de winst niet hoog genoeg was om daaruit de normale vergoeding te kunnen voldoen. (Verrekeningsperiode 6 jaar.)

De normale vergoeding is gelijkgesteld aan het effectieve rendement op een pakket langlopende staatsleningen, verhoogd met een risico-opslag, terwijl voor het eigen vermogen de fiscale waarde wordt genomen, waarbij deze laatste globaal op actuele waarde wordt gebracht door de waarde van een aantal groepen produktiemiddelen m.b.v. indexcijfers aan te passen. Bovendien mag bij de overwinstbepaling gedurende de eerste 10 jaren na invoering van de VAD jaarlijks één twintigste deel van het op het moment van invoering van de VAD bestaande verschil tussen de op de wijze van het wetsontwerp bepaalde actuele waarde en de fiscale waarde van het eigen vermogen op de fiscale winst in mindering worden gebracht.

De berekening van de overwinst is geïllustreerd in hoofdstuk 4, terwijl in hoofdstuk 6 de problematiek van de bepaling van de hoogte van de normale vergoeding is besproken. In dit hoofdstuk zullen we nader ingaan op de vraag of de bepaling van de overwinst volgens de wetsontwerpen op een juiste wijze geschiedt.

Het grote probleem in dit verband is de vraag of er sprake is van dubbeltellingen bij de berekening van de overwinst, waardoor deze te laag zou uitkomen.

men. Deze dubbeltellingen zouden worden veroorzaakt doordat de normale vergoeding wordt berekend over een gehewardeerd, dus voor inflatie aangepast, eigen vermogen, terwijl het percentage van de normale vergoeding gebaseerd is op het effectieve rendement op staatsleningen, in welk rendement een vergoeding voor inflatie besloten zou liggen. Hierdoor zouden de verschaffers van het eigen vermogen een dubbele compensatie voor de inflatie ontvangen. Het parlementslid de heer Nooteboom bracht dit naar voren bij de behandeling van het wetsontwerp op de vermogensaanwasdeling zoals dat door het kabinet-Den Uyl in 1976 was ingediend.

In het voorlopig verslag van de kamercommissie, belast met het voorbereidend onderzoek van het wetsontwerp, lezen we: 'Het rendementspercentage op het gemiddelde pakket staatsobligaties dat één van de componenten vormt van de primaire vergoeding wordt,' aldus het lid Nooteboom, 'toegepast op een eigen vermogen dat, zoals omschreven, enigermate geïndexeerd is aan de prijsontwikkeling. Algemeen is het gevoelen dat het rendement op nominale beleggingen voor een zeer groot gedeelte bestaat uit een vergoeding wegens de uitholling van de hoofdsom als gevolg van de inflatie. Wordt die uitholling hier niet op een andere wijze gecompenseerd, nl. door indexatie? Maar dan is volstrekt onbegrijpelijk waarom het effectieve rendement op nominale staatsobligaties als norm wordt verheven voor de primaire vergoeding op dit geïndexeerde eigen vermogen. Kan de regering dat verduidelijken?'¹

De minister antwoordt hierop '...dat het hier twee verschillende zaken betreft. Bij de herwaardering gaat het om een op aanvaardbare wijze benaderen van de reële waarde van het eigen vermogen. De vaststelling van de in aftrek op de winst te brengen beloning voor dat vermogen geschiedt echter door een afsplitsing van een deel van de in nominale termen berekende winst. Bij het vaststellen van de winst op nominale basis past het, voor de vergoeding over het eigen vermogen aan te sluiten bij het rendement op staatsobligaties, ook wanneer daarin een inflatiecomponent is begrepen.'²

Uit het eindverslag van de commissie uit de Tweede Kamer, belast met het voorbereidend onderzoek van het wetsontwerp op de VAD, blijkt dat de heer Nooteboom door dit antwoord van de regering niet overtuigd is.³ Ook de leden van de P.v.d.A.-fractie bleken niet te zijn overtuigd en kwamen 'tot de

1. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Voorlopig verslag, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 6, pag. 37-38.

2. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Memorie van antwoord, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 7, pag. 34.

3. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Eindverslag, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 10, pag. 25.

conclusie dat in de voorgestelde regeling inderdaad een dubbele compensatie is ingebouwd'.⁴

Tijdens de onderhandelingen over de vorming van een nieuwe regering bereikte formateur Albeda een akkoord over de VAD, waarin over deze kwestie het volgende werd opgenomen: 'De VAD-grondslag behoort te functioneren overeenkomstig de doelstelling van een evenwichtige en generale werking. Het wetsontwerp wordt vanuit dit standpunt onderzocht op cumulatie van correcties op de waardering van het eigen vermogen. Eventuele dubbeltellingen worden gecorrigeerd.'

In de in 1978 door het kabinet-Van Agt ingediende wetsvoorstellen betreffende de vermogensaanwasdeling geschiedt de vaststelling van de overwinst op dezelfde wijze als in het wetsontwerp van het kabinet-Den Uyl, de wijzigingen betreffen de verhoging van de risicopremie en de bepaling dat de normale vergoeding zal worden berekend over het vermogen per ultimo van het boekjaar i.p.v. per begin van het boekjaar.

7.2. OVERWINSTBEPALING, NOMINALISME EN SUBSTANTIALISME

De discussie over de 'dubbeltellingen' bij de bepaling van de overwinst komt in feite neer op de vraag of het toegestaan is over een eigen vermogen dat op substantialistische wijze, i.c. globaal op actuele waarde, wordt gewaardeerd een nominaal bepaald percentage aan normale vergoeding te berekenen. Deze vraag kan niet los gezien worden van de wijze van vaststelling van de winst, op welke winst bij de overwinstbepaling de normale vergoeding in mindering wordt gebracht. Deze winst kan in principe zowel op nominalistische als op substantialistische wijze worden bepaald.

In een artikel over de overwinstbepaling in het kader van de VAD onderscheidt drs. R. M. Vijn vier relevante combinaties van winst en vergoeding over het eigen vermogen (afgezien van een eventuele risicopremie):⁵

1. nominalistisch bepaalde winst minus een nominale rente over het eigen vermogen op basis van actuele waarde;
2. nominalistisch bepaalde winst minus de reële rente over het eigen vermogen op basis van actuele waarde;
3. nominalistisch bepaalde winst minus de nominale rente over een eigen vermogen bepaald op basis van historische kostprijs;

4. T.a.p. pag. 23.

5. R. M. Vijn, Vermogensaanwasdeling, winst en eigen vermogen, Economisch Statistische Berichten, 19-4-1978.

4. substantialistisch, d.w.z. op basis van actuele waarde bepaalde winst minus de reële rente over het eigen vermogen op basis van actuele waarde.

De vier andere mogelijke combinaties van winst, normale vergoeding en eigen vermogen worden al bij voorbaat als niet relevant beschouwd. Volgens Vijn wordt combinatie 1 gehanteerd in het wetsontwerp-Den Uyl, terwijl de voorstellen van degenen die stellen dat er bij de berekening van de overwinst volgens het wetsontwerp-Den Uyl sprake is van dubbeltellingen neerkomen op de combinaties 2 of 3. Zelf kiest hij voor combinatie 4: 'Uit oogpunt van de ondernemingscontinuïteit – een belang dat zowel de aandeelhouders als de werknemers raakt – is een substantialistisch winstbegrip doorgaans te prefereren boven een winstbegrip dat stoelt op de gulden-is-gulden regel.' en: 'Bij de verdeling van de aldus bepaalde winst over de produktiefactoren kapitaal en arbeid komt het ons aannemelijk voor dat de kapitaalverschaffers recht hebben op een vergoeding die – afgezien van een eventuele risicopremie – gebaseerd is op een reële rentevoet, berekend over de werkelijke actuele waarde van hun vermogen. Aldus gesteld is alternatief 4 de meest aanvaardbare van de besproken combinaties.'⁶

Alternatief 1 wordt niet geheel afgewezen: 'Omdat echter in het wetsontwerp-Den Uyl als basis voor de berekening van de overwinst niet een substantialistisch maar een nominalistisch winstbegrip wordt gehanteerd, wordt door een ophoging van de reële rentevoet met een inflatiepremie globaal een in eerste instantie redelijke compensatie verkregen voor een te hoog berekende winst.'

Over de combinaties 2 en 3 stelt Vijn, dat de daarin begrepen vergoeding over het eigen vermogen op zich beschouwd niet irreëel is, maar onvoldoende de 'fout' compenseert die in de in nominale termen berekende winst zit opgesloten.

Ook wij zijn van mening dat, uitgaande van een op nominalistische wijze bepaalde winst, de verschaffers van het eigen vermogen recht hebben op een normale vergoeding die – afgezien van de risicopremie – gelijk is aan de nominale rentevoet, berekend over de werkelijke waarde van het eigen vermogen. Een dubbeltelling treedt volgens ons pas op indien een normale vergoeding, gebaseerd op de nominale rentevoet, over de actuele waarde van het eigen vermogen in mindering zou worden gebracht op de op substantialistische wijze bepaalde winst. In dat geval zouden de verschaffers nl. tweemaal gecompenseerd worden voor het effect van de prijsstijgingen: eenmaal bij de

6. T.a.p- pag. 390.

winstbepaling en eenmaal bij de berekening van de normale vergoeding. Voor zover de fiscale winst, die de basis is voor de overwinstbepaling, zuiver nominalistisch wordt bepaald is er dus geen sprake van dubbeltellingen bij de wetsontwerpen betreffende de VAD.

7.3. ENKELE OPMERKINGEN BIJ DE OVERWINSTBEPALING VOLGENS DE VAD-WETSONTWERPEN UIT 1978

De in de vorige paragraaf besproken combinaties 1 en 4 leiden tot hetzelfde resultaat indien het verschil tussen de op basis van historische kosten bepaalde nominalistische winst en de op basis van actuele waarde bepaalde substantialistische winst gelijk is aan de mutatie in de actuele (= vervangings-) waarde van de materiële activa van de onderneming. Dit althans indien de substantialistische winst wordt bepaald op basis van de 'klassieke' vervangingswaarde. (D.w.z. zonder rekening te houden met de 'financieringswinst'.) Dit betekent dat de beide combinaties tot hetzelfde resultaat leiden indien de gehele waardestijging van de activa ook tegelijkertijd gerealiseerd wordt, althans indien de gerealiseerde, en dus in de winst opgenomen, waardestijgingen gelijk zijn aan de werkelijke waardestijgingen. Uitgaande van combinatie 4 als de juiste is de overwinst volgens de wetsontwerpen derhalve te laag voor zover de realisatie van de waardestijgingen van de materiële activa op een later tijdstip geschiedt dan de feitelijke waardemutatie optreedt. We kunnen dan spreken van een overcompensatie.

Deze overcompensatie zal optreden bij produktiemiddelen die langer dan één periode meegaan. Zo zal bijv. bij een waardestijging van onroerende goederen deze waardestijging pas, in één keer, gerealiseerd worden in de periode van verkoop van het onroerend goed, en derhalve pas op dat moment in de winst opgenomen worden. Dit impliceert dan een overcompensatie, omdat de waardestijgingen al onmiddellijk bij de bepaling van de normale vergoeding worden meegenomen tot het moment van realisatie, waarna in de periode van realisatie er wel een ondercompensatie zal optreden. Bij de wetsontwerpen betreffende de VAD wordt echter uitgegaan van de fiscale winst als basis voor de overwinstberekening. Fiscaal is het echter onder bepaalde voorwaarden mogelijk om gerealiseerde boekwinsten op onroerende goederen 'door te schuiven'. Dit impliceert dan een tijdelijke overcompensatie tot het moment van fiscale realisatie, dat echter ver in de toekomst kan liggen.

Een tweede opmerking betreft de fiscale faciliteiten van de investeringsaf-

trek en de mogelijkheid van vervroegde afschrijvingen, welke faciliteiten met het in werking treden van de Wet op de investeringsrekening op 24 mei 1978 zijn vervangen door een aantal investeringspremies. De mogelijkheid van investeringsaftrek betekent dat een bepaald percentage van het in bedrijfsmiddelen te investeren bedrag op de belastbare winst in mindering mag worden gebracht, zonder dat daardoor de fiscale waarde en afschrijvingen van die produktiemiddelen worden veranderd. De laatste jaren (tot 24 mei 1978) bestond zo de mogelijkheid tot een investeringsaftrek voor investeringen in outillage, binnenschepen en vliegtuigen van tweemaal 8 %, en voor investeringen in bedrijfsgebouwen van tweemaal 12 % van het investeringsbedrag. Door de investeringsaftrek wordt de fiscale winst verlaagd, en aangezien juist de fiscale winst bij de wetsontwerpen betreffende de VAD de basis is voor de overwinstberekening, betekent dit ook een verlaging van de overwinst en daardoor een overcompensatie voor de verschaffers van het eigen vermogen.

Vervroegde afschrijving impliceert dat een gedeelte van de investering in bedrijfsmiddelen op een eerder tijdstip, dan volgens het normale fiscale afschrijvingsstelsel gebruikelijk is, ten laste van de belastbare winst mag worden gebracht. Dit betekent een verschuiving van de te betalen belastingen naar later. De laatste jaren, tot 24 mei 1978, was vervroegde afschrijving slechts mogelijk voor investeringen in bedrijfsgebouwen buiten de Randstad (tweemaal 25 %) en voor investeringen in zeeschepen onder Nederlandse vlag ($33\frac{1}{3}$ %).

Door de verschuiving in de belastbare winst betekent de vervroegde afschrijving aanvankelijk een verlaging van de overwinst, gevolgd door een verhoging gedurende de rest van de fiscale afschrijvingstermijn.

Met ingang van 24 mei 1978 zijn de fiscale faciliteiten investeringsaftrek en vervroegde afschrijvingen vervangen door een stelsel van investeringspremies. Dit zijn belastingvrije premies die worden uitgekeerd door een vermindering van het door de onderneming te betalen bedrag aan belasting. Indien en voor zover de omvang van de te betalen belasting hiervoor te gering is, vindt er een uitkering in contanten door de belastingdienst plaats.

In de wetsontwerpen betreffende de VAD van het kabinet-Van Agt uit 1978 is nu de bepaling opgenomen dat bij de overwinstvaststelling de verschuldigde belasting wordt verhoogd met het bedrag van de investeringspremies krachtens de Wet op de Investeringsrekening.⁷ Dit is in de regeling opgenomen

7. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1977-1978, 15007 no. 2, artikel 3 lid 2.

teneinde te bewerkstellingen dat de vervanging van de vervroegde afschrijvingen en de investeringsaftrek door de investeringspremies zo weinig mogelijk effect hebben op de omvang van de VAD.⁸ Een en ander impliceert dat ook bij toepassing van de investeringspremies de overwinst te laag wordt vastgesteld, waardoor er een overcompensatie optreedt.

Een derde opmerking betreft het feit dat de fiscale winstbepaling niet geheel op nominalistische wijze geschiedt. Met name wordt bij de voorraadwaardering onder bepaalde voorwaarden toegestaan dat er gebruik wordt gemaakt van het systeem van de ijzeren voorraad of van lifo-systemen. Hierdoor wordt het effect van de prijsstijgingen van de voorraden gedeeltelijk uit de fiscale winsten geëlimineerd. Dit betekent dat, voor zover deze voorraadwaarderingssystemen mogen worden toegepast, de verschaffers van het eigen vermogen tweemaal compensatie krijgen voor het effect van de prijsstijgingen: eenmaal bij de winstbepaling en eenmaal bij de bepaling van de normale vergoeding die is gebaseerd op het rendement op staatsleningen, in welk rendement een vergoeding voor inflatie besloten zit. Hier is dan wel sprake van een dubbeltelling. Omtrent de feitelijke toepassing van dergelijke voorraadwaarderingssystemen zijn geen gegevens beschikbaar.

Over de herwaardering van het eigen vermogen bij de overwinstbepaling zijn nog de volgende opmerkingen te maken:

- de herwaardering omvat niet alle activa van de onderneming; met name beleggingen en deelnemingen zijn uitgezonderd van herwaardering, hetgeen kan leiden tot een te lage normale vergoeding ofwel ‘ondercompensatie’;
- de herwaardering geschiedt op globale wijze m.b.v. algemene indices. Dit betekent dat voor een specifieke onderneming de aldus bepaalde actuele waarde uiteraard niet overeen behoeft te komen met de werkelijke actuele waarde. Het gevolg hiervan kan zowel een te lage als een te hoge normale vergoeding betekenen;
- bij de herwaardering wordt geen rekening gehouden met de latente belastingverplichtingen, die bij realisatie van de hogere waarde zijn verschuldigd. Dit in tegenstelling tot de regeling ter verwerking van de stille reserves, waar is bepaald dat gedurende de eerste tien jaren na invoering van de regeling jaarlijks één twintigste deel van het op het moment van invoering van de VAD bestaande verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale

8. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Memorie van toelichting, Tweede Kamer, zitting 1977–1978, 15007 no. 3, pag. 20.

waarde van het eigen vermogen op de fiscale winst bij de overwinstbepaling in mindering mag worden gebracht. Aldus wordt rekening gehouden met een forfaitair tarief van 50 % voor de belasting, die bij fiscale realisatie van dat verschil zou zijn verschuldigd. Dit betekent een duidelijke overcompensatie voor de verschaffers van het eigen vermogen, waardoor de VAD lager zal uitvallen;

- bij de herwaardering wordt het gehele verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van de activa aan het eigen vermogen toegevoegd en derhalve zal de herwaardering in procenten van het eigen vermogen groter zijn naarmate de onderneming voor een groter deel met vreemd vermogen is gefinancierd. Dit wil niet zeggen dat er dan sprake is van een te hoge waarde voor de normale vergoeding, maar wel dat, naarmate de onderneming voor een groter deel met vreemd vermogen is gefinancierd, de mogelijke overwinst geringer zal worden.

7.4. TOEPASSING OP EEN VOORBEELD

In hoofdstuk 4 is een aantal VAD-voorstellen toegepast op een fictieve onderneming. (Zie § 4.3.) In dat voorbeeld leidde de berekening van de VAD volgens de in 1978 ingediende wetsvoorstellen tot het volgende resultaat:

winst		8,58
eigen vermogen	74,91	
percentage normale vergoeding	11,1 %	
normale vergoeding	$0,111 \times 74,91 =$	8,32
overwinst		0,26
aftrek i.v.m. stille reserves		2,10
rendementstekort		1,84

In de vorige paragraaf bleek dat bij de overwinstberekening volgens de VAD-wetsontwerpen sprake is van overcompensatie, met name doordat de fiscus bij de winstbepaling niet geheel nominalistisch rekent, en omdat bij de herwaardering van het eigen vermogen er geen rekening wordt gehouden met de op de waardestijging rustende latente belastingverplichtingen. Toevoegen aan de winst van de waardestijging van de ijzeren voorraad en rekening

houden met een over de waardestijging verschuldigde belasting van 48 % leidt tot de volgende berekening:

winst	$8,58 + 0,50 =$	9,08
eigen vermogen	54,79	
normale vergoeding	$0,111 \times 54,79 =$	6,08
overwinst		3,00
af trek stille reserves		2,10
overwinst eerste 10 jaar		0,90

Het blijkt dus dat in ons voorbeeld toepassing van een nominalistisch winst-begrip en waardering van het eigen vermogen, rekening houdend met de latente belastingverplichtingen, wel leiden tot overwinst en VAD-afdracht. Dit in tegenstelling tot de berekening van de overwinst volgens de VAD-wetsontwerpen, waar na verrekening van de aftrek i.v.m. de stille reserves voor hetzelfde voorbeeld een rendementstekort resulteerde.

7.5. DE OVERWINST BIJ TOEPASSING VAN DE VERVANGINGSWAARDE

Het is op basis van de gegevens die vermeld zijn in § 4.2.5. mogelijk om de winst op basis van vervangingswaarde te bepalen. Uit tabel 4.5. blijkt dat de afschrijvingen op basis van vervangingswaarde 9,91 bedragen, tegen 6,41 op basis van fiscale winstbepaling. Dit betekent 3,50 extra afschrijvingskosten. Daarnaast wordt bij toepassing van de vervangingswaarde ook de waardestijging van de niet-speculatieve normale voorraden uit de winst geëlimineerd. Indien we aannemen dat de onderneming geen speculatieve voorraden in de zin van de vervangingswaarde bezit, betekent dit een verdere verlaging van de winst met de waardestijging van de overige voorraden, zoals deze vermeld staan in tabel 4.5., ofwel met 1,25. Aangezien de fiscus nominalistisch rekt, zullen zowel de extra afschrijvingen als de waardestijging van de voorraden ten laste gaan van de winst na belasting.

Indien we uitgaan van de vervangingswaarde-winst bij de overwinstbepaling, dient de normale vergoeding gezuiverd te worden van de inflatiecomponent. Immers de verschaffers van het eigen vermogen krijgen al compensatie voor de inflatie, doordat de winst op basis van actuele waarde is berekend. Dit betekent dat we nu niet meer kunnen uitgaan van het effectieve rendement op

staatsleningen (verhoogd met een risico-opslag).

Stellen we de inflatie op 6,5 % (= de stijging van het prijspeil van de bruto nationale bestedingen exclusief de loonsom van de overheid in 1977) dan resteert een reëel rendement op staatsleningen van $8,1 - 6,5 = 1,6\%$. Inclusief een risico-opslag van 3 procentpunten bedraagt de normale vergoeding dan 4,6 %. Stellen we verder eenvoudshalve dat de vervangingswaarde van het eigen vermogen gelijk is aan de op de wijze van het wetsontwerp geherwaardeerde waarde van dat vermogen, dan komen we tot de volgende overwinstberekening:

winst $8,58 - 3,50 - 1,25 =$	3,83
normale vergoeding $0,046 \times 54,79 =$	2,52
overwinst	<hr/> 1,31

7.6. DE INVLOED VAN DE FINANCIËLE STRUCTUUR OP DE WINSTBEPALING

Bij de toepassing van de vervangingswaarde valt allereerst de volgende kanttekening te plaatsen: de vervangingswaarde is gebaseerd op een instandhoudingsgedachte. Winst is daarbij het overschot dat kan worden uitgekeerd nadat de instandhouding van de onderneming is verzekerd. Volgens de 'klassieke' vervangingswaardeleer dient dit te geschieden door de verbruikte activa bij de winstbepaling op hun vervangingswaarde te waarderen. Er wordt dan echter geen rekening gehouden met de wijze waarop de activa zijn gefinancierd.

Voor zover een onderneming met vreemd vermogen is gefinancierd, staat er tegenover de activa een nominale terugbetalingsverplichting. Indien de onderneming in de toekomst steeds voor een zelfde percentage met vreemd vermogen kan en zal worden gefinancierd, hoeft men de extra kosten, die voortvloeien uit de winstberekening op basis van actuele waarde, slechts in de berekening op te nemen voor zover de onderneming met eigen vermogen wordt gefinancierd.

Bij de toepassing hiervan kan men ervan uitgaan dat de monetaire activa met vreemd vermogen worden gefinancierd. In ons voorbeeld (zie § 5.2.5.) zijn de materiële activa per 1-1-1977 gefinancierd met 59,99 eigen en 56,92 vreemd vermogen, ofwel voor 51,3 % met eigen vermogen. Bij handhaving van deze financiële structuur impliceert dit dat de extra kosten die het gevolg waren van de winstberekening op basis van vervangingswaarde slechts voor 51,3 % werkelijk kosten zijn: de rest vormt de in de literatuur als zodanig bekend-

staande 'financieringswinst'.⁹ Hiermee rekening houdend, komen we tot de volgende overwinstberekening:

winst $8,58 - 0,513 \times (3,50 + 1,25) =$	6,14
normale vergoeding $0,046 \times 54,79 =$	2,52
overwinst	<hr/> 3,62

Rekening houdend met de financieringswinst blijkt er dus sprake te zijn van een overwinst van 3,62 bij toepassing van de vervangingswaarde. Volgens ons voorbeeld zal er dan ook VAD worden uitgekeerd.

7.7. NOGMAALS DE INSTANDHOUDINGSGEDACHTTE

De winstbepaling zoals besproken in de vorige paragraaf is gebaseerd op de instandhouding van de activa van de onderneming, rekening houdend met de financiële structuur van de onderneming. Daarbij werd verondersteld dat de materiële activa steeds voor een zelfde percentage met eigen vermogen zullen worden gefinancierd. De beperking van deze financieringsverhouding tot de materiële activa is echter vrij willekeurig. Het is ook mogelijk de uitkeerbare winst te bepalen op basis van handhaving van de wijze waarop de totale activa, dus inclusief de monetaire activa, worden gefinancierd.

In ons voorbeeld (zie tabel 4.5.) nemen de monetaire activa gedurende het boekjaar 1977 toe van 35,00 tot 37,28, ofwel met 6,5%. Dit percentage komt overeen met de algemene prijsstijging in het betreffende jaar. Op basis van de reële actuele waarde is de onderneming per 1-1-1977 voor 38,6% met eigen vermogen gefinancierd. Handhaving van dit percentage betekent een behoefte aan eigen vermogen per 1-1-1978 van $0,386 \times 151,24 = 58,38$.

De feitelijke omvang van het eigen vermogen per 1-1-1978 vóór winstuitkering is gelijk aan de som van de fiscale waarde van het eigen vermogen per 1-1-1977 plus de fiscale winst over 1977 plus de herwaarderingsreserve per 1-1-1978 ($= 0,52 \times$ het verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van de activa). Dit impliceert een eigen vermogen per 1-1-1978 van $33,00 + 8,58 + 0,52 \times (151,24 - 107,03) = 64,57$. Aangezien de handhaving van de

9. Zie bijv. S. E. de Jong, Inflatie en de financiële structuur van ondernemingen. Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde, november en december 1977; en S. E. de Jong, Vervangingswaardeleer en financiering, of, op wie worden de gevolgen van prijsstijgingen afgewenteld. Opgenomen in de bundel 'Geld en Onderneming', Leiden 1976.

financiële structuur voor de gehele onderneming slechts een eigen vermogen vereist van 58,38, betekent dit een uitkeerbare winst van $64,57 - 58,38 = 6,19$.

Omdat bij de vaststelling van deze winst reeds rekening is gehouden met de veranderingen in de actuele waarde is het niet nodig bij de bepaling van de overwinst in de normale vergoeding een inflatiecomponent op te nemen.

We komen nu tot de volgende overwinstberekening:

'winst' $64,57 - 58,38 =$	6,19
normale vergoeding $0,046 \times 54,79 =$	2,52
	<hr/>
overwinst	3,67

De aldus bepaalde overwinst blijkt niet veel af te wijken van de overwinst, bepaald in de vorige paragraaf. Dit is niet verwonderlijk, daar de monetaire activa in ons voorbeeld zijn gestegen met de algemene prijsindex.

7.8. EEN ALTERNATIEVE BEREKENING VAN DE VERMOGENSAANWAS

De berekening van de winst op basis van de vervangingswaardemethode levert grote problemen op bij niet-identieke vervanging van de produktiemiddelen. Dit is met name het geval bij economisch normale verschijnselen als schaalvergroting en technische vooruitgang. Een ander probleem is dat de vervangingswaarde-winst niet behoeft overeen te komen met de werkelijke waardeverandering die optreedt. (Dit laatste geldt uiteraard ook voor de winst bepaald op nominalistische basis voor zover daar uitgegaan wordt van gerealiseerde waardemutaties.)

Om aan deze problemen tegemoet te komen, kunnen we overgaan tot een andere methode van bepaling van de 'vermogensaanwas'. We gaan dan niet uit van de door de onderneming behaalde winst (al dan niet onder een instandhoudingsdoelstelling van de activa bepaald), maar van de mutatie in de reële positie van de eigenaren van de onderneming, de waarde van het door hen in de onderneming geïnvesteerde eigen vermogen. Deze toename, inclusief de behaalde winsten en vóór uitkering van dividenden, is de basis voor de alternatieve 'overwinstberekening'. Als we op deze toename een vergoeding voor het door de verschaffers van het eigen vermogen geïnvesteerde eigen vermogen in mindering brengen, resteert de overwinst waarin de werknemers kunnen delen. De vergoeding aan de verschaffers van het eigen vermogen dient gelijk te zijn aan het effectieve rendement op staatsleningen plus een risico-opslag, te rekenen over het aan het begin van de periode aanwezige

eigen vermogen. Zouden zij immers hun bezit aan de onderneming onttrekken, gesteld dat dat mogelijk zou zijn, en investeren in staatsobligaties, dan zouden zij een rendement behalen gelijk aan het effectieve rendement op de staatsobligaties. Bij belegging in de risicodragende sfeer dient hier uiteraard een risico-opslag aan te worden toegevoegd.

Bij onze fictieve onderneming bedraagt de waarde van het eigen vermogen per begin 1977 54,79, welke waarde per ultimo van het jaar, inclusief de behaalde winst, is toegenomen tot 64,57. Dit betekent een vermogensaanwas van 9,78. We komen dan tot de volgende overwinstberekening:

vermogensaanwas 64,57 - 54,79 =	9,78
normale vergoeding 0,111 × 54,79 =	6,08
	<hr/>
'overwinst'	3,70

Deze overwinst is ook te definiëren als 'de fiscale winst plus de mutatie in de herwaarderingsreserve minus een normale vergoeding over het in de onderneming geïnvesteerde eigen vermogen'.

Bij hantering van dit overwinstbegrip ten behoeve van de VAD heeft men het voordeel dat eventuele fiscale realisatie van vóór de invoering van de VAD ontstane reserves niet zal leiden tot onder de VAD vallende vermogensaanwas. Immers: bij een dergelijke fiscale realisatie zal enerzijds de fiscale winst toenemen, maar tegelijkertijd zal de herwaarderingsreserve met een zelfde bedrag afnemen, zodat het effect op de vermogensaanwas nihil is.

Een ander voordeel van deze wijze van overwinstbepaling is, dat ze geheel kan geschieden met gegevens die ook reeds benodigd zijn bij de overwinstbepaling volgens de ingediende wetsvoorstellen. Om aan de tekortkomingen daarvan tegemoet te komen, zouden anders extra gegevens benodigd zijn (zie de eerdere paragrafen uit dit hoofdstuk) die niet altijd beschikbaar zijn.

Bij de hantering van dit overwinstbegrip dient wel te worden opgemerkt dat het niet overeenkomt met de zgn. uitkeerbare winst. Met name het feit dat een niet gerealiseerde toename van de stille reserves tot overwinst leidt, kan problemen geven indien dan de VAD-uitkering groter zou worden dan de uitkeerbare winst, althans indien de onderneming verplicht zou zijn de VAD in de vorm van contanten uit te keren. Het verdient derhalve aanbeveling de VAD-uitkering mogelijk te maken in de vorm van, liefst risicodragende, waardepapieren. Het meest ideaal zou dan zijn de waarde van deze papieren te koppelen aan de verdere waarde-ontwikkeling van de activa, waarin de stille reserves besloten liggen. Overigens blijken in ons voorbeeld de vermogensaanwas en de overwinst, zoals bepaald in deze paragraaf, niet veel hoger te zijn dan die bepaald

volgens de uitkeerbare winst in de twee voorafgaande paragrafen, zodat hantering van dit overwinstbegrip voor de onderneming niet tot liquiditeitsproblemen aanleiding hoeft te geven.

7.9. SAMENVATTING EN CONCLUSIES

Een van de belangrijkste theoretische discussiepunten rond de voorgestelde wettelijke VAD-regelingen betreft de vraag of er in de voorgestelde regelingen 'dubbeltellingen' voorkomen waardoor de normale vergoeding te hoog en de VAD-opbrengst te laag zou uitvallen.

In dit hoofdstuk bleek dat de overwinst zoals berekend volgens de door de regering in 1978 ingediende wetsontwerpen inderdaad te laag kan uitvallen, doordat bij de berekening van de normale vergoeding geen rekening wordt gehouden met de over de herwaardering bij fiscale realisatie verschuldigde belastingen. Daarnaast vindt er een dubbeltelling plaats voor zover de fiscale winstbepaling niet geheel nominalistisch geschiedt zoals bij de toepassing van ijzeren voorraad of lifo-systemen bij de winstbepaling. Voor zover de winstbepaling nl. op substantialistische wijze plaatsvindt, ontvangen de verschaffers van het eigen vermogen een dubbele compensatie voor inflatie: eenmaal doordat bij de winstberekening hiermee rekening wordt gehouden, en eenmaal doordat de normale vergoeding is gebaseerd op het effectieve rendement op staatsleningen, in welk rendement een vergoeding voor inflatie besloten ligt. Ook de wijze van verwerking van de fiscale investeringsfaciliteiten: vervroegde afschrijving, investeringsaftrek en investeringspremies krachtens de Wet op de Investeringsrekening, leidt tot een te lage overwinst.

Daarnaast is er sprake van een tijdelijke overcompensatie voor zover een waardestijging eerder bij de normale vergoeding meegenomen wordt dan dat ze d.m.v. fiscale realisatie aan de winst een bijdrage heeft geleverd. Dit is vooral van belang bij de mogelijkheid tot het fiscaal doorschuiven van boekwinsten op onroerende goederen. Het blijkt mogelijk te zijn de overwinstbepaling gedeeltelijk aan deze bezwaren aan te passen. Hiervoor zijn dan echter wel extra gegevens noodzakelijk.

Indien we over de nodige aanvullende gegevens beschikken, is het ook mogelijk de overwinst te bepalen op basis van de winst, bepaald volgens de vervangingswaarde. Men dient dan echter de normale vergoeding te zuiveren van de inflatiecomponent. In overeenstemming met de moderne theoretische opvattingen dient men dan ook rekening te houden met de zgn. financieringswinst.

In § 7.8. ontwikkelden wij een overwinstbegrip, waarbij aan een aantal bezwaren die kleven aan de overwinstberekening volgens de VAD-wetsontwerpen tegemoet wordt gekomen. Bij de toepassing van dit begrip zijn er geen extra gegevens benodigd t.o.v. de regeling, zoals opgenomen in de wetsontwerpen. Bovendien bleek het probleem van de indirecte terugwerkende kracht, dat het gevolg was van het feit dat reeds vóór invoering van de VAD ontstane stille reserves bij latere fiscale realisatie tot overwinsten kunnen leiden, bij dit overwinstbegrip te worden ondervangen. De overwinst wordt daarbij gedefinieerd als de fiscale winst, vermeerderd met de mutatie in de herwaarderingsreserve en verminderd met een normale vergoeding over het eigen vermogen. Een samenvatting van de berekeningen is opgenomen in de volgende tabel: (7.1.)

Overwinstbepaling volgens:	Wetsontwerpen uit 1978	Nominalistische winst en reëel eigen vermogen	'Klassieke' vervangingswaarde	Vervangingswaarde, rekening houdend met financiering	Handhaving van de financiële structuur v. d. gehele ondern.	Reële mutatie in de waarde van het eigen vermogen
1. winst ná belasting	8,58	9,08	3,83	6,14	6,19	9,78
2. % normale vergoeding	11,1 %	11,1 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	11,1 %
3. eigen vermogen	74,91	54,79	54,79	54,79	54,79	54,79
4. normale vergoeding (2×3)	8,32	6,08	2,52	2,52	2,52	6,08
5. overwinst (1-4)	0,26	3,00	1,31	3,62	3,67	3,70
6. aftrek stille reserves	2,10	2,10				
7. overwinst (5-6)	-1,84	0,90	1,31	3,62	3,67	3,70
8. VAD ($24\% \times 7$)	-	0,22	0,31	0,87	0,88	0,89

Tabel 7.1. De omvang van de VAD bij alternatieve systemen van overwinstbepaling.

Uit tabel 7.1. blijkt dat bij de overwinstbepaling volgens de wijze van de VAD-wetsontwerpen uit 1978 in ons voorbeeld zelfs bij een redelijk hoge fiscale winst (50 % over het eigen vermogen vóór belasting) er nauwelijks overwinst resulteert, welke overwinst de eerste jaren nog verandert in een rendementstekort vanwege de verrekening van de vóór invoering van de VAD aanwezige stille reserves. Aanpassing van de methode van overwinstbepaling voor de gesignaleerde tekortkomingen leidt daarentegen wel tot overwinst en VAD-opbrengsten.

Een soortgelijke berekening is door ons ook elders gepubliceerd.¹⁰ Het verschil met de daar gepubliceerde cijfers wordt veroorzaakt doordat daar uitgegaan werd van een relatief grote ijzeren voorraad. Aangezien de toepassing van de ijzeren voorraad door de fiscus aan strenge voorwaarden is gebonden, waardoor in de praktijk vele ondernemingen hiervan niet of slechts in geringe mate gebruik kunnen maken, hebben wij in deze studie de berekeningen uitgevoerd bij een relatief geringe omvang van de ijzeren voorraad. Overigens blijkt de uiteindelijke invloed van deze wijziging slechts gering, terwijl de veranderingen in de overwinst ten gevolge van een verandering in de berekeningswijze soortgelijk zijn.

10. H. Meijers, Overwinstbepaling en vermogensaanwasdeling, opgenomen in de bundel Financiering en Belegging, Stand van zaken anno 1979, Tilburg, 1979.

Overwinstbepaling en inflatieneutrale belastingheffing

8.1. INLEIDING, DE VOORSTELLEN VAN HOFSTRA.

In 1975 ontving prof. mr. H. J. Hofstra van de toenmalige minister en staatssecretaris van Financiën de opdracht om een studie te verrichten naar de wenselijkheid en praktische mogelijkheden van een herziening van de belastingheffing in verband met de inflatie. In het bestaande fiscale stelsel wordt als winst uit onderneming in principe belast de toeneming van het vermogen boven hetgeen door de eigenaren is ingebracht. Daarbij wordt uitgegaan van het gulden-is-gulden principe, d.w.z. er wordt geen rekening gehouden met de daling in de reële waarde van het vermogen ten gevolge van de inflatie.

Weliswaar wordt een stijging van de waarde van het vermogen niet belast op het moment van ontstaan, maar pas op het moment van realisatie, terwijl het soms ook mogelijk is om de belastingheffing op gerealiseerde nominale waardeinstijgingen naar de toekomst te verschuiven door toepassing van voorraadwaarderingssystemen als het lifo-systeem en de ijzere voorraad. Een wat ruimere doorschuifmogelijkheid wordt geboden door de 'vervangingsreserve'. Uiteindelijk wordt echter door toepassing van het 'totaal-winst principe' elke waardeinstijging aan belastingheffing onderworpen. Dit betekent dat nominale waardeinstijgingen, die geen reële waardeinstijging inhouden, belast worden. Dit probleem van de belastbaarheid van 'schijnwinsten' speelt vooral in tijden van langdurige en hoge inflatie. Vandaar dat in 1975, na enkele jaren van aanhoudende inflatie, aan Hofstra de onderzoeksopdracht werd verstrekt.

In december 1977 werd de studie door hem afgerond, en in februari 1978 werd zijn rapport aan de Tweede Kamer aangeboden.¹ De essentie van de voorstellen van Hofstra is dat het eigen vermogen niet langer in nominale

1. H. J. Hofstra, Inflatieneutrale belastingheffing, rapport uitgebracht aan de minister van Financiën, Den Haag, 1978.

guldens wordt gemeten. Dit betekent dat als totaal-winst slechts wordt beschouwd alles wat de onderneming voor de eigenaren meer aan koopkracht oplevert dan dat zij er aan koopkracht hebben ingebracht. De totaal-winst is derhalve in principe het eindvermogen minus de reële waarde van het beginvermogen, uitgedrukt in guldens van het moment van belastingheffing. Om dit te bereiken, wordt voor elk jaar bij het bepalen van de jaarwinst het beginvermogen met behulp van een voor dat jaar vastgestelde inflatiefactor gecorrigeerd. Deze stijging van de waarde van het eigen vermogen aan de passiefzijde van de balans dient dan ook te leiden tot een gelijke toename in de waarde van de activa. Hiertoe wordt allereerst de omvang van de monetaire activa vergeleken met de omvang van het vreemde vermogen. Zijn deze aan elkaar gelijk, dan staat er tegenover het eigen vermogen een gelijk bedrag aan materiële activa.

De herwaardering van het eigen vermogen wordt dan aan de actiefzijde verwerkt door alle materiële activa met de inflatiefactor te laten toenemen. Indien de omvang van het eigen vermogen groter is dan die van de materiële activa wordt ook een gedeelte van de monetaire activa met eigen vermogen gefinancierd. De correctie van het eigen vermogen wordt dan als volgt verwerkt: de materiële activa worden alle verhoogd met de inflatiefactor, terwijl het resterende gedeelte van de herwaardering rechtstreeks ten laste van de jaarwinst wordt gebracht. Indien het eigen vermogen groter is dan de omvang van de materiële activa wordt slechts een gedeelte van de activa met de inflatiefactor verhoogd. Hofstra kiest hier dus niet voor een gelijke opwaardering van alle materiële activa maar voor een aanpassing van de waarde van een gedeelte van de activa. Hiertoe worden de activa in een bepaalde, wettelijk voorgeschreven, volgorde gegroepeerd. In die volgorde worden zij allereerst aan het eigen vermogen toegerekend, waarna het resterende deel geacht wordt te zijn gefinancierd met vreemd vermogen. Alleen de aan het eigen vermogen toegerekende materiële activa worden vervolgens met de inflatiefactor geherwaardeerd.

Door op deze wijze elk jaar de waarde van het eigen vermogen te corrigeren, wordt bereikt dat als totaal-winst slechts wordt geschouwd de reële toename van het eigen vermogen. Voor de jaarlijkse winstberekening betekent de toerekening van de waardestijging van het eigen vermogen aan de materiële activa dat deze inflatiecorrectie leidt tot een vermindering van de fiscale winsten parallel met de mate waarin bij een zuiver nominalistische winstberekening deze waardestijgingen tot een hogere fiscale winst zouden hebben geleid. Zo zal een opwaardering van de voorraden leiden tot een lagere fiscale winst in het jaar waarin deze voorraden via het productie- en

verkoopproces tot omzet hebben geleid, dus in het algemeen reeds in het jaar van herwaardering.

Een herwaardering van duurzame activa zal pas tot een lagere fiscale winst leiden in het jaar van verkoop van deze activa of, via hogere afschrijvingen, gedurende de resterende levensduur van deze activa. Dit is in afwijking van de door O. Bakker² ontwikkelde geldswaardecorrectiemethode. Volgens deze methode wordt elk jaar de nominalistisch bepaalde winst verlaagd met een bedrag benodigd om de koopkracht van het eigen vermogen in stand te houden. Over de gehele levensduur van de onderneming leiden beide methoden tot een zelfde verlaging van de winsten, maar bij de methode Hofstra zal deze winstvermindering voor een gedeelte later in de tijd plaatsvinden, nl. pas op het moment van vervreemding van de geherwaardeerde activa.

In het door Hofstra voorgestelde systeem blijven de zgn. financieringswinsten belast. Dit zijn de winsten die worden behaald doordat de door de ondernemingen aangegane schulden op het moment van aflossing worden terugbetaald met guldens met een lagere reële waarde dan die op het moment van aangaan van de verplichting. Hierdoor heeft de onderneming een naar onze mening reëel voordeel dat in het huidige systeem van belastingheffing normaal wordt belast. Deze koopkrachtvoordelen op het vreemde vermogen blijven ook in het door Hofstra voorgestelde systeem normaal belast, omdat hij uitgaat van de koopkrachthandhaving van het eigen vermogen, en dus alleen de met het eigen vermogen gefinancierde activa herwaardeert. Via het belastbaar blijven van de inflatiewinsten op de met vreemd vermogen gefinancierde activa worden deze financieringswinsten indirect belast.

Volgens Hofstra kunnen na invoering van zijn voorstellen bepaalde methoden die nu zijn toegestaan om te bereiken dat waardeinstijgingen van voorraden vooralsnog niet fiscaal als winst worden aangemerkt, zoals het ijzeren-voorraadstelsel en de lifostelsels, toegepast blijven. Hun betekenis wordt echter geringer en blijft beperkt tot waardeinstijgingen die de algemene inflatie te boven gaan. Om technische redenen acht Hofstra het niet mogelijk om bij invoering van zijn stelsel een algemene herwaardering van de activa toe te staan. Deze zou overigens, ingevolge het 'totaal-winst principe', met een belastingheffing over deze winsten gepaard moeten gaan.

8.2. DE UITWERKING VAN DE REGELING

De toerekening van de herwaardering van het eigen vermogen aan de activa

2. O. Bakker, *Bedrijfshuishoudkunde*, deel III, Purmerend, 1947.

geschiedt in het voorstel Hofstra in een bepaalde wettelijk voorgeschreven volgorde. Deze volgorde is:

1. voorraden lichamelijke zaken die worden gewaardeerd volgens het ijzeren-voorraadstelsel of een lifostelsel;
2. andere voorraden lichamelijke zaken;
3. onderhande werken;
4. bedrijfsmiddelen – met uitzondering van geldsvorderingen – met een economische levensduur voor de onderneming van ten hoogste tien jaren;
5. bedrijfsmiddelen als onder 4., met een economische levensduur voor de onderneming van meer dan tien jaren;
6. niet als voorraad of bedrijfsmiddel aan te merken lichamelijke zaken en niet als bedrijfsmiddel aan te merken aandelen;
7. overige bestanddelen van het ondernemingsvermogen.

In deze, verplichte, volgorde wordt de waarde van de activa verhoogd met het percentage van de inflatiecorrectie, totdat de gehele herwaardering van het eigen vermogen is toegerekend.

De inflatiecorrectie wordt bepaald door de waardedaling van de geldeenheid in de betreffende periode. Voorgesteld wordt om deze te meten met behulp van het door het C.B.S. berekende prijsindexcijfer voor de gezinsconsumptie (reeks voor de totale bevolking) nadat dit is gezuiverd voor de invloed van wijzigingen in met name aan te wijzen kostprijsverhogende belastingen en kostprijsverlagende subsidies. Dit is dezelfde maatstaf die ook aan de tariefcorrectie van de loon- en inkomstenbelasting ten grondslag ligt.

Voorgesteld wordt als inflatiefactor te gebruiken de mutatie in het genoemde prijsindexcijfer, naar beneden afgerond op hele procenten.

Om uitvoeringstechnische redenen dient de meting van dit cijfer te worden vervroegd. Zo zou voor het boekjaar 1979 de inflatiefactor moeten worden vastgesteld aan de hand van de prijsstijging van juni 1978 tot juni 1979. Voor het jaar 1977 zou het aldus bepaalde percentage van de inflatiecorrectie op 6 % uitkomen. (1977 is het jaar waarvoor wij de verschillende VAD-voorstellen op een fictieve onderneming hebben toegepast in de hoofdstukken 4 en 7.) Toepassing van de herwaardering volgens de voorstellen van Hofstra op de fiscale balans van de eerder gehanteerde fictieve onderneming, de N.V. Vadofnie, leidt tot de volgende balans (tabel 8.1.):

Saldering van de monetaire activa met het vreemde vermogen leidt tot een surplus van het vreemde vermogen van 32,00. Dit betekent dat de materiële activa zowel met eigen als met vreemd vermogen zijn gefinancierd. De activa

N.v. Vadofnie, 'inflatieneutraal' per 1-1-1977

ijzeren voorraad $1,06 \times 5 =$	5,30	eigen vermogen $1,06 \times 33 =$	34,98
overige voorraden $1,06 \times 25$			
$=$	26,50	vreemd vermogen	67,00
vervoermiddelen $1,06 \times 3 =$	3,18		
machines en installaties	18,00		
gebouwen	10,00		
terreinen	4,00		
monetaire activa	35,00		
	<hr/>		
	101,98		101,98

Tabel 8.1. Fiscale balans per 1-1-1977 bij toepassing van de door Hofstra voorgestelde inflatiecorrectie.

worden slechts geherwaardeerd voor zover ze met eigen vermogen zijn gefinancierd. We hebben deze herwaardering toegepast in de voorgeschreven volgorde. Dit betekende in ons voorbeeld dat slechts de voorraden en de vervoermiddelen geherwaardeerd konden worden.

De herwaardering van de ijzeren voorraad heeft geen effect op de fiscale winst voor het boekjaar 1977. Deze waardemutatie zal fiscaal pas gevolgen hebben bij een fiscale liquidatie van de ijzeren voorraad, bijv. bij beëindiging van de onderneming.

In het huidige fiscale systeem wordt nl. de belastingheffing over de waardestijgingen in de normale voorraad uitgesteld tot het moment van liquidatie van deze voorraad.

De herwaardering van de overige voorraden en van de vervoermiddelen heeft wel onmiddellijk gevolgen voor de fiscale winst in 1977. Door de herwaardering van de voorraden wordt het voorraadverbruik t.b.v. de fiscale winstbepaling in 1977 1,50 hoger. (Aannemende dat de omlooptijd van de voorraden niet groter is dan één jaar.) De herwaardering van de vervoermiddelen leidt voor 1977 tot hogere afschrijvingen ten bedrage van 0,12.

Door deze mutaties daalt de fiscale winst vóór belasting met $(1,50 + 0,12) = 1,62$ van 16,50 tot 14,88 en de winst ná belasting tot 7,74. De rest van de correctie van de waarde van het eigen vermogen ter grootte van $1,98 - 1,62 = 0,36$ leidt pas in de toekomst tot lagere fiscale winsten. Dit zal voor 0,06 geschieden bij de verdere afschrijvingen op de vervoermiddelen en voor 0,30 bij de liquidatie van de ijzeren voorraad.

8.3. INFLATIENEUTRALE VAD-BEREKENING

Over de regeling ter bepaling van de overwinst, zoals opgenomen in het wetsontwerp dat bij de Tweede Kamer was ingediend op het moment van uitbrengen van het rapport Hofstra, zegt het rapport:

‘In de bestaande uitwerking wordt:

- de belastbare winst op nominalistische wijze vastgesteld, dus zonder dat met de inflatie rekening wordt gehouden;
- bij de berekening van het eigen vermogen een deel van de activa geherwaardeerd op basis van specifieke prijsbewegingen;
- bij de vaststelling van het rendement op het eigen vermogen aansluiting gezocht bij de actuele marktrente, waarin een al of niet gedeeltelijke vergoeding voor het inflatieverlies op de hoofdsom pleegt te zijn verwerkt.’³

Hofstra stelt dat de wijze van winstbepaling en de bepaling van het rendement van de normale vergoeding in onderlinge samenhang dienen te geschieden. Bij een nominalistische winstberekening komt winst reeds in zicht zodra het eigen vermogen nominaal in stand blijft. ‘Op dat moment wordt, in koopkracht gemeten, echter nog op het eigen vermogen ingeteerd en dus verlies geleden. Wordt echter bij de aftrek ter verzekering van een voldoende rendement over het eigen vermogen de marktrente als maatstaf gehanteerd, dan wordt daarmee alsnog een (gedeeltelijke) vergoeding voor het koopkrachtverlies over het eigen vermogen in de berekening betrokken.’

Over de in het VAD-wetsontwerp voorgestelde herwaardering zegt het rapport Hofstra: ‘De herwaardering van het eigen vermogen heeft specifieke kenmerken. De selectie van de te herwaarderen activa vertoont geen samenhang met de grootte van het eigen vermogen aan de passiefzijde; zij kunnen te zamen groter of kleiner zijn dan het eigen vermogen. In de tweede plaats vindt de herwaardering niet plaats naar een algemene inflatie-index maar naar specifieke prijsbewegingen per categorie.’

Het rapport Hofstra stelt vervolgens: ‘Na invoering van een inflatieneutrale winstberekening wordt op de verschillende onderdelen van de regeling van de vermogensaanwasdeling een nieuw licht geworpen. De fiscale winst wordt beperkt tot die overschotten die resteren nadat de instandhouding van de koopkracht van het eigen vermogen is gewaarborgd. Het uitgangspunt voor de berekening van de vermogensaanwas wordt dus realistisch berekend, zodanig dat de koopkrachthandhaving van het eigen vermogen verzekerd is.

3. Hofstra, t.a.p. pag. 267.

Dit houdt echter in dat bij de toekenning van een redelijk rendement over het eigen vermogen daarin niet weer opnieuw een bijdrage tot die koopkrachthandhaving behoeft te zijn begrepen. De tot dusverre gehanteerde maatstaf – marktrendement op staatsobligaties plus 2% – bevat een dergelijke bijdrage wel, en is dus bij toepassing van het nieuwe fiscale winstbegrip te hoog.⁴ Hofstra doet geen uitspraak over een redelijk rendement inclusief risico-opslag, maar dat een winstaanpassing die met inflatie rekening houdt met een neerwaartse aanpassing van het rendementspercentage gepaard moet gaan, behoeft volgens hem geen nader betoog. Deze opvatting van Hofstra komt overeen met onze opvatting, die we hebben uitgewerkt in hoofdstuk 7. Aldaar hebben we gesteld dat, indien de winst op substantialistische wijze wordt bepaald, de normale vergoeding gezuiverd dient te worden van de inflatiecomponent. Dit ter voorkoming van een dubbeltelling die zou optreden doordat zowel bij de winstbepaling als bij de vaststelling van de normale vergoeding een vergoeding voor de inflatie zou worden meegenomen.

Het lijkt niet onredelijk om voor de correctie van het percentage van de normale vergoeding uit te gaan van dezelfde inflatiefactor als die welke gebruikt wordt bij de inflatieneutrale winstbepaling. Voor 1977 zou deze inflatiefactor in het voorstel van Hofstra 6% hebben bedragen. Uitgaande van een effectief rendement op langlopende staatsleningen van 8,1% en een risico-opslag van 3% zou dit een normale vergoeding impliceren van $8,1 - 6 + 3 = 5,1\%$.

Deze normale vergoeding zou dan moeten worden berekend over het eigen vermogen waarvan de koopkracht via de inflatieneutrale winstberekening reeds is gehandhaafd.

Over de herwaardering van het eigen vermogen bij invoering van de VAD stelt het rapport Hofstra: 'dat er duidelijke verschillen zijn tussen die uit hoofde van de winstherziening en die in het kader van de vermogensaanwasdeling. In het eerste geval worden, voor zover het eigen vermogen strekt, de fiscale boekwaarden verhoogd als tegenhanger van de inflatiecorrectie van het eigen vermogen; bij de vermogensaanwasdeling wordt geherwaardeerd om de hogere waarde van het eigen vermogen boven de fiscale boekwaarde daarvan tot uitdrukking te doen komen. In dit laatste geval is dan ook, in die optiek, een herwaardering op het invoeringstijdstip op haar plaats.'⁵ Een herwaardering van het eigen vermogen bij invoering van een systeem van inflatieneutrale belastingheffing acht Hofstra daarentegen niet mogelijk.

4. Hofstra, t.a.p. pag. 268.

5. Hofstra, t.a.p. pag. 268.

Het gevolg hiervan is dan wel dat de waarde van het eigen vermogen bij de inflatieneutrale belastingheffing lager is dan de werkelijke waarde van het eigen vermogen. Daarnaast kan de jaarlijkse winst te hoog zijn door de te lage kosten van de verbruikte produktiemiddelen. Over de jaarlijkse herwaardering die in beide gevallen nodig is, maar in beginsel niet hetzelfde oogmerk heeft, wordt gesteld: 'Een duidelijke uitspraak omtrent hetgeen in het kader van de vermogensaanwas dient te geschieden, kan in dit rapport achterwege worden gelaten. Wel kan de vraag worden opgeworpen of, nu ten behoeve van een inflatieneutrale winstberekening jaarlijks een – zij het veelal gedeeltelijke – herwaardering van de fiscale boekwaarden zal plaatsvinden, het gewicht van een afzonderlijke herwaarderingsprocedure voor de vermogensaanwasdeling na het invoeringstijdstip nog wel opweegt tegen de ongetwijfeld niet te verwaarlozen uitvoeringstechnische problemen daarvan.'⁶

Inderdaad lijkt een afzonderlijke procedure voor de herwaardering van het eigen vermogen nogal omslachtig en is het de vraag of de voordelen daarvan tegen de nadelen opwegen. Gaan we echter uit van een afzonderlijke eenmalige herwaardering van het eigen vermogen bij invoering van de VAD, dan rijst het probleem van de waardebepaling van het eigen vermogen in de jaren na invoering van de VAD.

In de jaren na invoering van de VAD en van de inflatieneutrale winstberekening zou men dan als de waarde van het eigen vermogen bij de bepaling van de overwinst kunnen nemen de som van het fiscale eigen vermogen, zoals dat bepaald wordt bij een inflatieneutrale winstbepaling, en het verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van het eigen vermogen, zoals dat was op het moment van invoering van de inflatieneutrale winstberekening. Dit betekent dat vanaf het moment van invoering van de inflatieneutrale winstberekening het eigen vermogen nog slechts behoeft te worden gecorrigeerd met de inflatiefactor en een afzonderlijke herwaardering voor de VAD niet meer nodig is. Onder de veronderstelling dat de op het moment van invoering van de regeling bestaande stille reserves in de loop van de tijd zullen worden gerealiseerd, zou men het bedrag dat bij het fiscale vermogen wordt opgeteld in de loop van een bepaalde periode kunnen afbouwen. Men zou daarbij kunnen denken aan een periode van 10 jaar, welke periode ook wordt gehanteerd bij de verrekening van de stille reserves bij de overwinstbepaling om compensatie te bieden voor het feit dat de vóór invoering van de VAD bestaande stille reserves bij fiscale realisatie ná invoering van de VAD tot overwinsten kunnen leiden, waardoor de VAD terugwerkende kracht zou krijgen.

6. Hofstra, t.a.p. pag. 268.

Men zou aldus in het eerste jaar na invoering van de inflatieneutrale winstberekening de fiscale waarde van het eigen vermogen bij de overwinstbepaling kunnen verhogen met het gehele verschil tussen de fiscale en de geherwaardeerde waarde van het eigen vermogen op het moment van invoering van de inflatieneutrale winstberekening, in het tweede jaar met 90 % van dat verschil, in het derde jaar met 80 % van dat verschil, enz., zodat na tien jaar dat verschil geheel is afgebouwd. Uiteraard dient, zoals wij ook in hoofdstuk 7 hebben beargumenteerd, bij de bepaling van de geherwaardeerde waarde van het eigen vermogen rekening te worden gehouden met de latente belastingverplichtingen, die bij fiscale realisatie van de stille reserves verschuldigd zijn. Uitgaande van het in hoofdstuk 4 en 7 gehanteerde voorbeeld betekent dit een geherwaardeerd eigen vermogen per 1-1-1977, ten bedrage van 54,79. Dit bestaat dan uit 33,00 fiscaal eigen vermogen en 21,79 herwaardering.

Per 1-1-1978 bedraagt het eigen vermogen t.b.v. de VAD-berekening in dit voorbeeld, vóór winstuitkering, $34,98 + 7,74 + 0,9 \times 21,79 = 62,33$. Dit is gelijk aan de som van het 'inflatieneutrale' eigen vermogen per 1-1-1977, (zie tabel 8.1.), de 'inflatieneutrale' fiscale winst over 1977 en 90 % van de herwaardering t.b.v. de VAD op het moment van invoering van de regeling. Elk jaar neemt dit eigen vermogen toe met de jaarlijkse inflatiecorrectie en de ingehouden winst, terwijl de herwaardering in 10 jaar wordt afgebouwd.

Bij de overwinstbepaling dient de normale vergoeding over dat deel van het eigen vermogen, waarvan de koopkracht via de winstberekening wordt gehandhaafd, te worden gezuiverd van inflatie. Dit betekent in ons voorbeeld dat voor het jaar 1977 over het fiscale eigen vermogen van 33,00 een normale vergoeding zal worden berekend van 5,1 % (d.i. het rendement op staatsleningen plus een risico-opslag minus de inflatiefactor).

Naast het fiscale eigen vermogen is er per 1-1-1977 ook 21,91 herwaardering aanwezig. Hiervan wordt de koopkracht niet via de inflatieneutrale winstberekening gehandhaafd. Dit impliceert dat over dit deel van het eigen vermogen een normale vergoeding moet worden berekend van 11,1 % (het rendement op staatsleningen plus de risico-opslag).

We krijgen dan in ons voorbeeld de volgende overwinstbepaling voor 1977:

nettowinst (inflatieneutraal)		7,74
normale vergoeding over fiscale eigen vermogen	$0,051 \times 33,00 =$	1,68
normale vergoeding over herwaardering	$0,111 \times 21,79 =$	2,42
af trek stille reserves	$0,05 \times 41,91 =$	2,10
	+	— 6,20
overwinst		1,54

Bij een uitkering van 24% van deze overwinst resulteert dan over 1977 een VAD van $0,24 \times 1,54 = 0,37$. Deze VAD-opbrengst is gebaseerd op dezelfde cijfers als de verschillende alternatieve systemen van overwinstbepaling die zijn samengevat in tabel 7.1.

In de eerste jaren na invoering van het hierboven voorgestelde systeem van VAD-berekening bij een inflatieneutraal winstbepalingssysteem zal de VAD-opbrengst relatief laag zijn doordat in die jaren de normale vergoeding over de herwaardering en de aftrek voor de stille reserves de grootste invloed zullen hebben. Het grote voordeel van de door ons voorgestelde regeling is echter dat er t.b.v. de VAD slechts éénmaal een herwaardering van het eigen vermogen hoeft plaats te vinden. Deze herwaardering wordt dan in 10 jaar afgebouwd en men kan verder volstaan met de aanpassingen van de waarde van het eigen vermogen uit hoofde van de inflatieneutrale winstberekening. Een verdere afzonderlijke herwaardering is geheel overbodig.

8.4. SAMENVATTING EN CONCLUSIES

Hofstra heeft een systeem ontwikkeld ten behoeve van een inflatieneutrale belastingheffing. Voor de winst uit onderneming betekent dit dat als winst wordt beschouwd het overschot dat resteert nadat de instandhouding van de koopkracht van het eigen vermogen is gegarandeerd. Dit geschiedt door bij de winstbepaling de waarde van het beginvermogen met een algemene inflatiefactor te corrigeren waartegenover een herwaardering van de met het eigen vermogen gefinancierde activa m.b.v. dezelfde inflatiefactor staat. T.b.v. de toerekening van de activa aan het eigen vermogen worden de activa in een bepaalde wettelijk vastgestelde volgorde gegroepeerd.

Dit systeem is duidelijk afwijkend van bijv. het klassieke vervangingswaardestelsel, waar wordt gestreefd naar handhaving van het specifieke activa-complex van de onderneming.

In het systeem Hofstra wordt de financieringswinst, die ontstaat door een waardestijging van activa die gefinancierd zijn met vreemd vermogen waarop nominale terugbetalingsverplichtingen rusten, normaal in de belastingheffing meegenomen.

Alom was er grote waardering voor het door Hofstra ontwikkelde stelsel. Zo luidt bijv. de conclusie van drs. J. C. Brezet in een artikel in *De Naamlooze Vennootschap*: 'dat dit stelsel niet zozeer op grond van een beweerde theoretische superioriteit, doch veeleer op praktische gronden kan worden gekwalificeerd als een zeer doelmatig modern winstbepalingssstelsel, waarvan de fiscale

toepassing een belangrijke bijdrage kan leveren tot de eliminatie van een deel van de belasting op schijnwinst'.⁷

Hofstra doet in zijn rapport geen uitspraak over de juiste omvang van de vergoeding over het eigen vermogen bij de bepaling van de vermogensaanwas onder een stelsel van inflatieneutrale winstbepaling. Wel stelt hij dat bij een inflatieneutraal vastgestelde winst in de vergoeding over het eigen vermogen niet wederom een vergoeding voor inflatie mag worden begrepen. Het rendement op staatsleningen plus risico-opslag is derhalve te hoog als maatstaf voor de vergoeding over het in de onderneming geïnvesteerde eigen vermogen.

Verder stelt hij dat bij invoering van de VAD een herwaardering van het eigen vermogen op haar plaats is, dit i.t.t. een herwaardering bij invoering van een inflatieneutraal belastingstelsel.

In beide gevallen is een jaarlijkse herwaardering van het eigen vermogen op haar plaats, waarbij hij echter betwijfelt of het belang van een afzonderlijke herwaardering in het kader van de VAD opweegt tegen de moeite die daarmee gepaard gaat.

Op basis van deze uitspraken hebben wij in § 8.3. besproken hoe dan de overwinst bij een inflatieneutraal winstbegrip volgens Hofstra kan worden bepaald. Deze methode hebben wij toegepast op het eerder in de hoofdstukken 4 en 7 gehanteerde voorbeeld, zodat een onderlinge vergelijking van de verschillende stelsels van overwinstbepaling mogelijk wordt.

7. J. C. Brezet, Het winstbepalingsstelsel Hofstra, De Naamlooze Vennootschap, jaargang 56 no. 5, mei 1978.

De omvang van de VAD-uitkering door de onderneming

9.1. INLEIDING

In dit hoofdstuk zal worden nagegaan welke de omvang is van de door een onderneming af te dragen vermogensaanwasdeling. De VAD-opbrengst zal daarbij worden uitgedrukt als een percentage van de waarde van het eigen vermogen en als een percentage van de beschikbare winst na belastingen. Hierbij zullen worden vergeleken de VAD-afdracht krachtens het in januari 1977 door het kabinet-Den Uyl voorgestelde gewijzigde wetsontwerp¹ en de afdracht volgens de twee door het kabinet-Van Agt in 1978 ingediende wetsontwerpen.^{2,3} Deze voorstellen zijn reeds besproken in hoofdstuk 2 (§ 2.12. en § 2.14.). Daarnaast zal enige aandacht worden geschonken aan het compromis betreffende de VAD dat tijdens de kabinetsformatie in 1977 onder leiding van formateur Albeda werd bereikt. (Zie § 2.13.) De belangrijkste verschillen bij de overwinstbepaling tussen de wetsontwerpen uit 1977 en 1978 betreffen de hoogte van de normale vergoeding en het moment van meting van de omvang van het eigen vermogen. In het wetsvoorstel uit 1977 is de normale vergoeding gelijk gesteld aan het effectieve rendement op een pakket langlopende staatsleningen verhoogd met een risico-opslag van twee procentpunten te berekenen over het (geherwaardeerde) eigen vermogen per ultimo van het boekjaar, terwijl in de wetsvoorstellen uit 1978 de risico-opslag wordt gesteld op drie procentpunten, waarbij de normale vergoeding nu wordt berekend over het (eveneens geherwaardeerde) eigen vermogen per begin van het boekjaar.

1. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Gewijzigd ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1976–1977, 13965 no. 9.

2. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1977–1978, 15007 no. 2.

3. Interimwet belasting op vermogensaanwas en collectieve vermogensaanwasdeling, Ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1978–1979, 15316 no. 2.

Van de overwinst dient volgens het voorstel uit 1977 jaarlijks 15 % aan VAD te worden afgedragen, waarvan de helft een collectieve en de andere helft een individuele bestemming krijgt.

Bij de wetsvoorstellen uit 1978 gaat van de overwinst 12 % naar de individuele VAD-gerechtigden en eveneens 12 % naar het collectieve VAD-fonds. Bij het voorstel uit 1977 is de individuele VAD-uitkering beperkt tot 2 % van het maximaal premieplichtige loon per werknemer, waarbij het meerdere vervalt aan het collectieve fonds, terwijl bij de voorstellen uit 1978 de individuele VAD-uitkering is beperkt tot 3 % van het maximaal premieplichtige loon, waarbij het meerdere, na een verrekening met eventuele 'tekorten' over een periode van zes jaar, aan de onderneming vervalt.

Bovendien is de collectieve VAD in het voorstel uit 1978 beperkt tot 3 % van de fiscale winst. In het laatste voorstel mogen daarnaast op de individuele VAD in mindering worden gebracht alle uitkeringen krachtens een vóór 21 april 1978 schriftelijk vastgelegde winstdelingsregeling, terwijl de individuele VAD-uitkering fiscaal aftrekbaar zal zijn.

In het compromis-voorstel van Albada uit 1977 wordt de overwinst op dezelfde wijze bepaald als in het wetsvoorstel uit 1977, waarbij van de overwinst behaald in 1977 20 % aan VAD dient te worden uitgekeerd. Dit percentage wordt jaarlijks met 1 punt verhoogd tot een voorlopig maximum van 23 % voor de overwinst behaald in 1980. Voorts is in het voorstel Albada de individuele VAD beperkt tot 3 % van het maximaal premieplichtig loon per werknemer, waarbij deze individuele VAD-uitkering voor de onderneming fiscaal aftrekbaar is gesteld. De VAD zal volgens het wetsontwerp uit 1977 voor het eerst ^{ge}geheven worden over de winst behaald in het boekjaar 1976, terwijl in de beide andere voorstellen de ingangsdatum een jaar later zal zijn.

9.2. ENKELE BASISGEGEVENS

9.2.1. *De hoogte van de normale vergoeding*

In de wetsvoorstellen betreffende de VAD wordt de normale vergoeding over het eigen vermogen gelijk gesteld aan het effectieve rendement op een pakket langlopende staatsobligaties, verhoogd met een risico-opslag van twee punten voor de voorstellen uit 1977 en van drie punten voor de voorstellen uit 1978. Het gemiddelde effectieve rendement op de nieuwste drie langlopende

staatsleningen voor de jaren 1969 tot en met 1978 staat vermeld in tabel 9.1.⁴

1969	7,47 %	}	8,18 %	
1970	8,01 %			
1971	7,63 %			
1972	7,35 %			
1973	7,92 %			
1974	9,82 %			
1975	8,79 %			
1976	8,95 %			
1977	8,10 %			
1978	7,74 %			
		}		
		8,68 %		

Tabel 9.1. Het gemiddelde effectieve rendement op de drie nieuwste langlopende staatsleningen.

Over de periode 1969–1978 blijkt het gemiddelde effectieve rendement op langlopende staatsleningen gemiddeld 8,18 % te hebben bedragen. Berekend over een langere periode blijkt dit gemiddelde lager te worden. Zo bedroeg het bijvoorbeeld over de periode 1964–1978 gemiddeld 7,46 %. In onze berekeningen zullen we verder aannemen dat het rendement op staatsleningen 8 % bedraagt, hetgeen een normale vergoeding impliceert van 10 % voor de VAD-voorstellen uit 1977 en van 11 % voor de wetsontwerpen uit 1978.

9.2.2. De rentabiliteit van het eigen vermogen

In de wetsvoorstellen betreffende de VAD wordt als basis voor de overwinstbepaling genomen 'het belastbare binnenlandse bedrag waarnaar over een boekjaar vennootschapsbelasting wordt geheven, verminderd met het bedrag aan winst waarvoor over een boekjaar een aftrek ter voorkoming van dubbele belasting wordt verleend en het bedrag van de over het boekjaar verschuldigde vennootschapsbelasting'.⁵ Op deze belastbare binnenlandse winst ná aftrek van vennootschapsbelasting worden vervolgens de normale vergoeding over het eigen vermogen en de eventuele rendementstekorten in mindering gebracht, waarna de overwinst resteert. De meest recente cijfers over de door Nederlandse ondernemingen behaalde fiscale winsten hebben betrekking op de winsten behaald in 1970. Deze gegevens zijn reeds besproken in § 4.2.2.

Uit deze cijfers bleek dat slechts 24 % van de ondernemingen een rentabili-

4. Jaarverslag van de De Nederlandsche Bank over 1978, Statistische bijlage, Amsterdam, 1979, pag. 63.

5. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Gewijzigd ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1976–1977, 13965 no. 9, pag. 2, artikel 3.

teit over het fiscale eigen vermogen vóór belasting behaalden van meer dan 25 %. Van de ondernemingen behaalden slechts 5 % een rentabiliteit van 50 tot 100 % en slechts 2 % een rentabiliteit van meer dan 100 %. Van de aldus bepaalde winst volgens vermogensvergelijking bleek uiteindelijk slechts 46 % als binnenlands belastbare winst te resteren. De herhaaldelijk verschijnende berichten over de verslechterde rendementspositie van het Nederlandse bedrijfsleven wekken niet de indruk dat de rentabiliteit sinds 1970 sterk is gestegen.

9.2.3. De herwaardering van het eigen vermogen

Ten behoeve van de berekening van de normale vergoeding wordt het eigen vermogen geherwaardeerd. Deze herwaardering geschiedt door een drietal groepen activa, nl. gebouwen, machines en installaties, en vervoermiddelen met behulp van door het C.B.S. te bepalen indexcijfers op actuele waarde te brengen, terwijl voor de waarde van de grond de waarde in het economische verkeer en voor de voorraden de waarde op de inkoopmarkt zal worden genomen. De op deze wijze bepaalde herwaardering wordt in haar geheel aan het eigen vermogen toegerekend. Dit betekent dat, naarmate een onderneming voor een groter gedeelte met vreemd vermogen is gefinancierd, de herwaardering in procenten van het eigen vermogen hoger zal zijn. Zo zal, indien de geherwaardeerde waarde van de activa 50 % hoger is dan de fiscale waarde en indien de onderneming voor de helft met eigen en voor de helft met vreemd vermogen is gefinancierd, de geherwaardeerde waarde van het eigen vermogen het dubbele zijn van de fiscale waarde. Dit staat geïllustreerd in tabel 9.2.

fiscale waarde activa	90	fiscaal eigen vermogen	45
herwaardering	45	herwaardering	45
	—	geherwaardeerde waarden van	
geherwaardeerde waarde		het eigen vermogen	90
van de activa	135	vreemd vermogen	45
			—
		totaal	135

Tabel 9.2.

Indien de onderneming slechts voor een derde deel met eigen vermogen zou zijn gefinancierd, betekent een herwaardering van de activa met 50 % zelfs een toename van het eigen vermogen met 150 %. (Zie tabel 9.3.)

fiscale waarde activa	90	fiscaal eigen vermogen	30
herwaardering	45	herwaardering	45
	—	geherwaardeerde waarde van	—
geherwaardeerde waarde		het eigen vermogen	75
van de activa	135	vreemd vermogen	60
		totaal	135

Tabel 9.3.

Bij de fictieve onderneming uit hoofdstuk 4. § 2 bleek de op de wijze van de wetsontwerpen bepaalde herwaardering 41,91 te bedragen bij een fiscaal eigen vermogen van 33, hetgeen een herwaardering van het fiscale eigen vermogen impliceert van 127 %. Een herwaardering van het eigen vermogen met meer dan 100 % zal bij toepassing van de regeling zoals opgenomen in de wetsontwerpen betreffende de VAD bepaald geen uitzondering behoeven te zijn.

9.3. DE OMVANG VAN DE VAD-UITKERING

Wij hebben de omvang van de door de onderneming af te dragen VAD bepaald volgens de verschillende VAD-voorstellen. Daarbij zijn we uitgegaan van de volgende veronderstellingen:

- de over de belastbare winst te betalen belasting bedraagt 48 %;
- de rentabiliteit van het eigen vermogen is gelijk aan de fiscale winst volgens vermogensvergelijking (dus inclusief de in het buitenland behaalde en de niet belaste winstbestanddelen) gedeeld door het fiscale eigen vermogen per begin van het boekjaar; door gebruik te maken van deze definitie wordt aansluiting verkregen bij de beschikbare fiscale winststatistiek;⁶
- de dividenduitkering bedraagt een bepaald percentage van de beschikbare nettowinst (inclusief buitenland en vrijgestelde winstbestanddelen) en wordt uitgekeerd gedurende het jaar waarin deze winst wordt behaald;
- het effectieve rendement op langlopende staatsleningen bedraagt 8 % per jaar, hetgeen een normale vergoeding impliceert van 10 % volgens de VAD-voorstellen uit 1977 en van 11 % volgens de uit 1978 daterende wetsontwerpen.

6. Centraal Bureau voor de Statistiek, Winststatistiek van naamloze vennootschappen en overige rechtspersoonlijkheid bezittende ondernemingen 1970, grotere ondernemingen.

Uitgaande hiervan hebben we een aantal berekeningen gemaakt, waarvan de resultaten vermeld staan in tabel 9.4:

VAD-voorstel		Den Uyl 1977			Albeda 1977			Van Agt 1978	
Deel van de overwinst dat als VAD dient te worden uitgekeerd		0,15	0,50		0,20	0,23	0,50	0,24	0,50
Herwaardering van het eigen vermogen	Rentabiliteit van het eigen vermogen vóór belasting								
50 %	25 %	-0,56	-1,92		-0,74	-0,86	-1,92	-0,96	-2,00
	50 %	0,66	2,30		0,89	1,03	2,30	0,91	1,52
	100 %	3,11	10,74		4,16	4,80	10,74	3,34	4,70
100 %	25 %	-1,01	-3,50		-1,36	-1,57	-3,50	-1,68	-3,50
	50 %	-0,12	-0,42		-0,16	-0,19	-0,42	-0,12	-0,25
	100 %	1,66	5,74		2,22	2,57	5,74	2,03	3,53

Tabel 9.4. VAD-uitkering in het eerste jaar na invoering van de VAD in procenten van het geherwaardeerde fiscale eigen vermogen per begin van het boekjaar onder de veronderstelling dat 50 % van de beschikbare nettowinst wordt uitgekeerd, dat de gehele winst in Nederland wordt behaald en fiscaal belastbaar is, en dat er geen eigen vermogen extern wordt aangetrokken.

Een negatief resultaat in tabel 9.4. betekent dat er door de onderneming geen VAD hoeft te worden afgedragen, maar dat er sprake is van een rendementstekort dat verrekend mag worden met eventuele overwinsten in de eerstvolgende zes jaren. Bij de berekeningen is rekening gehouden met de beperking van de collectieve VAD in het wetsvoorstel uit 1978 tot 3 % van de fiscale winst. Geen rekening is gehouden met de mogelijkheid volgens het wetsvoorstel op de individuele VAD-uitkering uit 1978 om de individuele VAD-uitkeringen te verrekenen met uitkeringen krachtens reeds bestaande winstdelingsregelingen. Wel is rekening gehouden met de beperking van de individuele VAD-uitkeringen tot 3 % van het maximaal premieplichtige loon per werknemer.

Slechts zeer weinig ondernemingen zullen echter een zodanig hoge overwinst behalen dat deze beperking effectief wordt. Zo valt bijv. te berekenen dat, bij een fiscaal eigen vermogen van f 25.000,- per werknemer, waarop een herwaardering van 50 % van toepassing is, en bij een maximaal premieplichtig loon van f 50.000,- per werknemer, de belastbare fiscale winst vóór belastingen in het eerste jaar na invoering van de VAD meer dan 130 % van het fiscale

eigen vermogen dient te bedragen wil deze grens effectief worden.

Ter illustratie vermelden wij het eigen vermogen per werknemer, berekend op basis van de commerciële balans, voor een aantal grotere Nederlandse ondernemingen, (tabel 9.5.).

Koninklijke/Shell groep	f 202.857
Philips	30.985
Unilever	26.802
Akzo	31.584
Estel (Hoogovens + Hoesch)	33.543
ABN	77.092
Amro-bank	94.615
Nationale Nederlanden	196.063
Ahold	14.524
Heineken	53.609
Bührmann-Tetterode	43.017
Océ-van der Grinten	31.342
Kon. Nederlandse Papier	44.884
Elsevier-NDU	31.298
Ogem	17.817

Tabel 9.5. Eigen vermogen per werknemer volgens de commerciële balans per ultimo 1978.

Bij de cijfers volgens tabel 9.5. dient te worden bedacht dat zij betrekking hebben op de gehele onderneming, dus ook op het vermogen dat in het buitenland is geïnvesteerd en de werknemers werkzaam in het buitenland. Daarnaast zal de fiscale waarde van het eigen vermogen veelal lager zijn dan de gepubliceerde commerciële waarde. Met name in de aardgassector kan de beperking van de individuele VAD tot 3 % van het maximaal premieplichtig loon echter wel effectief worden. Wij hebben de berekeningen uitgevoerd onder de veronderstelling dat er per werknemer f 25.000,- fiscaal eigen vermogen is geïnvesteerd.

Uit tabel 9.4. blijkt de grote invloed van de herwaardering van het eigen vermogen op de VAD-opbrengst. Indien de geherwaardeerde waarde van het eigen vermogen 50 % hoger is dan de fiscale waarde, blijkt er bij een rentabiliteit van het fiscale eigen vermogen vóór belasting van 50 % nauwelijks sprake te zijn van enige VAD-afdracht.

De bepaling van de overwinst is voor de voorstellen van het kabinet-Den Uyl uit 1977 en het compromisvoorstel van Albada uit 1977 identiek. De verschillen in VAD-uitkering ontstaan door een verschillend percentage van de overwinst dat aan VAD dient te worden afgedragen. De verhoging van het afdrachtpercentage van 15 naar 20 % geschiedde om compensatie te bieden

voor het één jaar later ingaan van de regeling. De omvang van de overwinst volgens het wetsvoorstel van het kabinet-Van Agt blijkt niet veel af te wijken van die bij de beide andere voorstellen. Wel blijkt bij hoge rentabiliteiten en hoge afdrachtpercentages de opbrengst volgens het laatste voorstel te worden begrensd door de beperking van de collectieve VAD tot 3 % van de fiscale winst.

Omdat de voorgestelde afdrachtpercentages slechts voorlopig zouden gelden tot 1980, hebben wij de berekeningen ook uitgevoerd onder de veronderstelling dat er van de overwinst 50 % aan VAD zou moeten worden afgedragen. Dit percentage zou gelden bij een gelijke verdeling van de overwinst tussen de produktiefactoren arbeid en kapitaal, en is als zodanig ook wel eens door sommige politici als streefpercentage genoemd. Vooral bij het afdrachtpercentage van 50 is de invloed van de beperking van de collectieve VAD tot 3 % van de fiscale winst erg sterk. Het is echter de vraag of bij een verhoging van het afdrachtpercentage tot 50 deze grens gehandhaafd zal blijven.

In het voorstel van het kabinet-Den Uyl uit 1977 dient de VAD geheel te worden voldaan uit de winst ná belasting, bij het compromis van Albada uit 1977 en in het voorstel van het kabinet-Van Agt is daarentegen de individuele VAD-uitkering fiscaal aftrekbaar gemaakt.

Het effect hiervan blijkt duidelijk uit tabel 9.6., waarin opgenomen is de netto VAD-last (d.w.z. na aftrek van belastingen) in procenten van de nettowinst. Tabel 9.6. geeft dus aan hoeveel procent de beschikbare nettowinst voor de aandeelhouders daalt door invoering van de VAD. De berekeningen zijn uitgevoerd onder dezelfde veronderstellingen als bij tabel 9.4.

VAD-voorstel		Den Uyl 1977		Albada 1977		Van Agt 1978	
Deel van de overwinst dat als VAD wordt uitgekeerd		0,15	0,50	0,20	0,50	0,24	0,50
Herwaardering Rentabiliteit							
50 %	25 %	-6,41	-22,17	-6,53	-16,85	-8,42	-17,54
	50 %	3,84	13,26	3,91	10,08	3,71	5,53
	100 %	8,96	30,97	9,13	23,54	5,99	8,03
100 %	25 %	-15,85	-53,85	-15,87	-40,92	-19,64	-40,92
	50 %	-0,94	-3,24	-0,95	-2,46	-0,70	-1,46
	100 %	6,38	22,06	6,50	16,77	5,03	8,03

Tabel 9.6. Procentuele daling in het eerste jaar van de voor de gewone aandeelhouders beschikbare winst. (Dividenduitkering 50 %, aandeel buitenland 0, gehele winst belast, geen emissies.)

Ondanks de verhoging van het deel van de overwinst dat als VAD dient te

worden afgedragen van 15 tot 24 % blijkt de voor de gewone aandeelhouders beschikbare winst niet te zijn gedaald, maar zelfs toe te nemen. Bij hoge afdrachtpercentages en hoge rentabiliteiten blijkt zeer duidelijk het gecombineerde effect van de aftrekbaarheid van de individuele VAD en de beperking van de individuele en de collectieve VAD in het voorstel van het kabinet-Van Agt uit 1978. Indien er sprake is van herwaardering, blijkt ook nu weer dat de rentabiliteit van het eigen vermogen zeer hoog moet zijn wil er sprake zijn van enige invloed van de VAD.

Tot nu toe is bij de berekeningen aangenomen dat de gehele winst in Nederland werd behaald en ook geheel fiscaal belast werd, terwijl ook het gehele vermogen in Nederland zou zijn geïnvesteerd. In werkelijkheid heeft een groot aantal ondernemingen activiteiten in het buitenland en is ook niet de gehele winst belast. Met name was in het verleden een gedeelte van de winst vrijgesteld vanwege de investeringsaftrek. De fiscale faciliteiten van de investeringsaftrek en de mogelijkheid tot vervroegde afschrijvingen zijn vervangen door premies krachtens de wet op de investeringsrekening (WIR). Toepassing van de investeringsaftrek hield in dat de belastbare winst mocht worden verlaagd met een bepaald percentage van het investeringsbedrag. Aangezien de grondslag voor de overwinstbepaling in de VAD-wetsontwerpen de belastbare winst ná aftrek van de verschuldigde belasting is, heeft de investeringsaftrek een daling van de VAD-opbrengst tot gevolg.

Krachtens de wet op de investeringsrekening wordt niet langer de belastbare winst verlaagd met een percentage van het investeringsbedrag, maar ontvangt de onderneming een premie ter grootte van een bepaald percentage van het investeringsbedrag in de vorm van een vermindering van de te betalen belasting. Bij toepassing van hetzelfde overwinstbegrip betekent de vervanging van de investeringsaftrek door de WIR-premies een verhoging van de VAD-afdracht door de onderneming. Om dit nu te voorkomen, heeft men in de wetsontwerpen uit 1978 bepaald dat bij de overwinstbepaling de verschuldigde belasting dient te worden vermeerderd met de te ontvangen investeringspremies.⁷

Bij de vaststelling van de belastbare winst wordt de 'Nederlandse bedrijfs-winst', zoals die bepaald is volgens vermogensvergelijking, behalve met de investeringstrek ook verminderd met aftrekbare kosten uit hoofde van tantièmes en winstuitkeringen aan directie en werknemers, met aftrekbare giften en

7. Regeling van de vermogensaanwasdeling, Ontwerp van wet, Tweede Kamer, zitting 1977-1978, 15007 no. 2, pag. 2, artikel 3 lid 2.

door verrekening van verliezen. (Zie ook § 4.2.2.)

Wij hebben de gevolgen voor de VAD-afdracht door de onderneming berekend indien een gedeelte van de winst in het buitenland wordt behaald en indien een gedeelte van de Nederlandse bedrijfswinst niet is belast. Bij deze berekeningen hebben we aangenomen dat, indien een gedeelte van de winst in het buitenland wordt behaald, een zelfde gedeelte van het vermogen in het buitenland is geïnvesteerd en derhalve niet wordt meegenomen bij de berekening van de normale vergoeding over het eigen vermogen. Enige resultaten staan vermeld in tabel 9.7.

VAD-voorstel		Den Uyl 1977		Van Agt 1978	
Deel van de overwinst dat als VAD wordt uitgekeerd		0,50	0,15	0,24	0,50
<hr/>					
	Rentabiliteit E.V. vóór bel.				
Buitenland 0 %	25 %	-0,56	-1,92	-0,96	-2,00
Onbelast 0 %	50 %	0,66	2,30	0,91	1,52
	100 %	3,11	10,74	3,34	4,70
Buitenland 25 %	25 %	-0,49	-1,68	-0,80	-1,66
Onbelast 5 %	50 %	0,36	1,25	0,59	0,96
	100 %	2,05	7,10	2,32	4,30

Tabel 9.7. VAD-uitkering in het eerste jaar in procenten van het geherwaardeerde eigen vermogen. (Dividenduitkering 50 %, herwaardering 50 %, geen emissies van aandelen.)

Uit tabel 9.7. blijkt duidelijk het effect op de VAD-afdracht indien een gedeelte van de winst in het buitenland wordt behaald en een gedeelte fiscaal niet wordt belast. Uiteraard is dit effect sterker naarmate de beide percentages hoger zijn.

Bij het wetsvoorstel uit 1977 wordt de normale vergoeding berekend over het eigen vermogen per ultimo van het boekjaar. Dit betekent dat de omvang van de VAD-afdracht mede wordt beïnvloed door de groei van het eigen vermogen gedurende het jaar. Naarmate er meer winst wordt ingehouden en indien de onderneming nieuw eigen vermogen extern aantrekt via aandelenemissies, is het eigen vermogen per ultimo hoger, en dus ook de normale vergoeding hoger en de VAD lager. Aangezien in het voorstel uit 1978 de normale vergoeding wordt berekend over het beginvermogen, hebben deze factoren daar geen invloed op de over het jaar af te dragen VAD. We hebben de VAD berekend voor verschillende percentages van de beschikbare winst die door de onderneming als dividend worden uitgekeerd. Daarnaast hebben we

de berekeningen ook uitgevoerd onder de veronderstelling dat het eigen vermogen met een bepaald percentage toeneemt vanwege het aantrekken van nieuw eigen vermogen door aandelenemissies.

Voor dit laatste hebben we een percentage van 2 genomen, omdat volgens de winststatistiek 1970 van de grotere ondernemingen van het C.B.S. het eigen vermogen van deze ondernemingen in 1970 met ongeveer 2 % is toegenomen door de storting van kapitaal. Enige resultaten van de berekeningen zijn vermeld in tabel 9.8.:

VAD-voorstel		Den Uyl 1977		Van Agt 1978	
Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd		0,15	0,50	0,24	0,50
		Rentabiliteit			
		E.V. vóór bel.			
Dividend 60 %	25 %	-0,47	-1,61	-0,80	-1,66
Emissies 0 %	50 %	0,40	1,38	0,59	0,96
	100 %	2,13	7,36	2,32	4,30
Dividend 40 %	25 %	-0,53	-1,82	-0,80	-1,66
Emissies 2 %	50 %	0,30	1,04	0,59	0,96
	100 %	1,96	6,76	2,32	4,30

Tabel 9.8. VAD-uitkering in het eerste jaar als percentage van het geherwaardeerde eigen vermogen. (Herwaardering 50 %, buitenland 25 % en onbelast 5 %.)

Uiteraard blijkt uit tabel 9.8. dat de VAD-uitkering volgens het wetsvoorstel van het kabinet-Den Uyl uit 1977 lager is naarmate de toename van het eigen vermogen groter is. Op de VAD-uitkering volgens het wetsontwerp van het kabinet-Van Agt uit 1978 blijkt deze groei geen invloed te hebben.

Tot nu toe hebben we steeds de VAD-uitkering berekend voor het eerste jaar dat de regeling van kracht zou zijn. De omvang van de VAD wordt dan verminderd doordat gedurende de eerste tien jaren na invoering bij de bepaling van de overwinst de fiscale winst jaarlijks mag worden verminderd met één twintigste deel van het op het moment van invoering van de VAD bestaande verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van het eigen vermogen. Dit om compensatie te bieden voor het feit dat waardeestijgingen van het eigen vermogen, die zijn geschied vóór invoering van de VAD, bij eventuele latere fiscale realisatie alsnog tot VAD-verplichtingen kunnen leiden, waardoor de VAD een terugwerkende kracht zou krijgen. Dit betekent uiteraard dat de VAD-opbrengst gedurende de eerste 10 jaar een extra vermindering ondergaat, een vermindering die sterker is naarmate de herwaardering

van het eigen vermogen groter is. Het effect hiervan wordt geïllustreerd in tabel 9.9.:

VAD-voorstel		Den Uyl 1977		Van Agt 1978	
Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd		0,15	0,50	0,24	0,50
<hr/>					
	Rentabiliteit E.V. vóór bel.				
In het eerste jaar	25 %	-4,43	-15,32	-5,53	-11,52
	50 %	1,64	5,68	1,95	2,83
	100 %	4,68	16,18	3,30	5,65
Vanaf het elfde jaar	25 %	-2,70	-9,32	-3,45	-7,19
	50 %	2,51	8,68	2,31	3,57
	100 %	5,11	17,68	3,48	5,88

Tabel 9.9. Procentuele daling van de voor de aandeelhouders beschikbare netto winst t.g.v. de VAD. (Herwaardering 50 %, buitenland 25 %, onbelast 5 %, dividend 50 %, emissies 0 %.)

Er blijkt dat, ook na afloop van de periode waarin de in het verleden ontstane waardetoeename van het eigen vermogen wordt verrekend, de rentabiliteit van het eigen vermogen en het percentage van de overwinst, dat als VAD moet worden uitgekeerd, zeer hoog moeten zijn wil er sprake zijn van een VAD-uitkering van enige omvang.

9.4. CONCLUSIES

Een vergelijking van de drie meest recente VAD-voorstellen, het wetsontwerp van het kabinet-Den Uyl uit 1977, het compromisvoorstel van Albada gedaan tijdens de kabinetsformatie in 1977, en de wetsontwerpen van het kabinet-Van Agt uit 1978, leidt tot de conclusie dat de overwinstbepaling volgens de drie voorstellen tot praktisch dezelfde resultaten leidt. Het gedeelte van de overwinst dat aan VAD dient te worden uitgekeerd, is bij Den Uyl het laagst: 15 %, tegen 20 tot 23 % bij Albada en 24 % bij Van Agt, zodat de feitelijke omvang van de VAD bij de beide laatste voorstellen iets hoger zal zijn. Daar staat echter weer tegenover dat de ingangsdatum bij de beide laatste voorstellen een jaar later is.

Doordat in de voorstellen van Albada en van het kabinet-Van Agt de individuele VAD-uitkering fiscaal aftrekbaar is, blijkt de feitelijke daling van de voor de aandeelhouders beschikbare winst t.g.v. de invoering van een

wettelijke regeling van de VAD in de laatste voorstellen sterk af te nemen. Bovendien wordt in het laatste voorstel de opbrengst sterk verminderd door de beperking van de collectieve VAD tot 3 % van de fiscale winst, door de mogelijkheid om de individuele uitkeringen te verrekenen met bestaande winstdelingsregelingen en door, zij het in mindere mate, de beperking van de individuele uitkeringen tot 3 % van het maximaal premieplichtig loon per werknemer.

Alle voorstellen blijken slechts bij een zeer hoge rentabiliteit van het eigen vermogen en bij een zeer hoog afdrachtpercentage van de overwinst tot een VAD van enige omvang te leiden. Daarbij zal de feitelijke opbrengst sterk dalen indien de geherwaardeerde waarde van het eigen vermogen hoger is dan de fiscale waarde. Ook naarmate een groter deel van de winst in het buitenland wordt behaald en naarmate een groter deel van de winst fiscaal niet wordt belast, zal de VAD-opbrengst lager zijn. Bij een sterke groei van het eigen vermogen door winstinhouding en aandelenemissies blijkt in de eerste VAD-voorstellen de opbrengst ook nog iets af te nemen. Ook na de eerste tien jaar, gedurende welke er een verrekening plaatsvindt van de voor invoering van de VAD ontstane maar nog niet fiscaal gerealiseerde waardetoename van het eigen vermogen zal er slechts zelden sprake zijn van een VAD van enige betekenis.

De invloed van de VAD op de waarde van de aandelen

10.1. INLEIDING, DE WAARDE VAN DE AANDELEN

Een aandeelhouder ontvangt uit zijn bezit aan aandelen de door de onderneming op zijn aandelen uit te keren dividenden. De waarde van de aandelen kan dan beschouwd worden als de contante waarde van de door de onderneming uit te keren dividenden. (Dit uiteraard onder de veronderstelling dat de onderneming niet zal worden geliquideerd.) De dividenden worden door de aandeelhouders contant gemaakt tegen de opbrengstvoet, ofwel disconteringsvoet, die het rendement voorstelt dat zij minimaal wensen te ontvangen over een investering in de betreffende onderneming. Over de hoogte van deze gewenste opbrengstvoet hebben wij reeds gesproken in hoofdstuk 6.

Uitgaande van het concept dat de (markt-)waarde van de aandelen bepaald wordt door kapitalisatie van de dividenduitkeringen, is er door Gordon en Shapiro een model ontwikkeld¹ dat later door Gordon verder is uitgewerkt en getoetst.²

In het model wordt verondersteld dat de onderneming jaarlijks een zelfde rentabiliteit over het geïnvesteerde vermogen behaalt. Van de winst wordt elk jaar een zelfde fractie ingehouden. De waarde van de onderneming kan dan als volgt worden bepaald:

$$W_0 = \frac{(1-b) \cdot r \cdot A_0}{k - b \cdot r}, \text{ onder de voorwaarde } k > b \cdot r \quad (10.1.)$$

waarbij:

- W_0 = de waarde van de onderneming op tijdstip 0;
- b = de winstinhoudingsquote;

1. M. J. Gordon and E. Shapiro, Capital equipment analysis, the required rate of profit, Management Science, October 1956.

2. M. J. Gordon, The investment, financing and valuation of the corporation, Homewood, Illinois, 1962.

- r = de rentabiliteit ná belastingen over het in het begin van het jaar aanwezige eigen vermogen;
 A_0 = het aan het begin van jaar 0 aanwezige eigen vermogen.

De factor $b \cdot r$ wordt ook wel de groeifactor genoemd. Elk jaar neemt de waarde van de onderneming met deze factor toe. Ook het eigen vermogen en de winst nemen elk jaar met hetzelfde percentage toe. Formule 10-1 ontstaat door sommatie van de contante waarden van de toekomstige dividenduitkeringen, die een meetkundige reeks vormen met als rede $\frac{1 + b \cdot r}{1 + k}$. Deze reeks is slechts sommeerbaar indien de rede kleiner is dan 1. Dit betekent dat k groter dient te zijn dan $b \cdot r$. Is aan deze voorwaarde niet voldaan, dan wordt de som van de reeks contant gemaakte dividenden oneindig groot en verliest het model zijn betekenis.

Wij zullen een zelfde rekenschema hanteren ter bepaling van de invloed van de VAD op de waarde van de aandelen.

10.2. HET MODEL TER BEPALING VAN DE MARKTWAARDE BIJ AANWEZIGHEID VAN EEN VAD-REGELING

Ter bepaling van de invloed van de VAD op de waarde van de aandelen hanteren we een model waarbij de (markt-)waarde wordt bepaald door kapitalisatie van de toekomstige dividenduitkeringen. We gebruiken hierbij dezelfde symbolen als gedefinieerd in de vorige paragraaf.

Daarnaast introduceren we:

v = de door de onderneming af te dragen VAD als fractie van het aan het begin van het jaar aanwezige eigen vermogen.

We veronderstellen dat van de behaalde winst steeds een fractie b wordt ingehouden, hetgeen impliceert dat eventuele VAD-uitkeringen in contanten steeds ten koste zullen gaan van de dividenden.

10.2.1. De marktwaarde bij uitkering van de VAD in contanten

Allereerst bepalen we de waarde van de onderneming indien de VAD in de vorm van contanten wordt uitgekeerd.

De over een bepaald jaar behaalde winst bedraagt $r\%$ van het eigen vermogen. Van deze winst wordt een fractie b binnen de onderneming gehouden, en

een fractie v als VAD in contanten uitgekeerd. We veronderstellen dat de winstinhouding even hoog zal zijn als zonder VAD, zodat het eigen vermogen elk jaar met de factor $b \cdot r$ zal toenemen. Dit betekent dat we voor de jaarlijkse winsten, VAD-uitkeringen en dividenden de volgende tabel kunnen opstellen:

Jaar	Winst	VAD	Dividend
1	$r \cdot A_0$	$v \cdot A_0$	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0 - v \cdot A_0$
2	$r \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)$	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)$	$\{(1 - b) \cdot r - v\} \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)$
3	$r \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^2$	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^2$	$\{(1 - b) \cdot r - v\} \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^2$
t	$r \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^{t-1}$	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^{t-1}$	$\{(1 - b) \cdot r - v\} \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^{t-1}$

Sommatie van de oneindige reeks tegen de disconteringsvoet k contant ge-
maakte dividenden leidt tot:

$$W_0 = \frac{\{(1 - b) \cdot r - v\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \text{ o.d.v. } k > b \cdot r \quad (10.2.)$$

Formule 10.2 is slechts geldig indien aan de eis van sommeerbaarheid van de meetkundige reeks is voldaan. Aangezien de VAD-uitkeringen in mindering komen op de dividenduitkeringen, blijft de groei van het eigen vermogen door winstinhouding gelijk aan $b \cdot r$ en dient k groter te zijn dan deze groeifactor.

10.2.2. De marktwaaarde bij uitkering van de VAD in aandelen

Bij uitkering van de VAD in de vorm van aandelen zijn de beschikbare dividenden gelijk aan de dividenden bij afwezigheid van de VAD. Wel neemt nu jaarlijks het aantal aandelen toe, zodat het dividend dat voor de vóór invoering van de VAD aanwezige aandelen beschikbaar is, zal afnemen. Hierdoor zal de waarde van deze aandelen dalen. Om het effect van deze daling te kunnen bepalen, gaan we uit van de situatie zoals die bestaat bij uitkering van de VAD in de vorm van contanten, zoals die is beschreven in § 10.2.1.

Bij uitkering van de VAD in contanten is de waarde van de onderneming op het einde van het eerste jaar gelijk aan W_1 .

Stel nu dat de VAD-uitkering op het einde van het eerste jaar, die $v \cdot A_0$ bedraagt, niet in contanten maar in aandelen wordt uitgekeerd, en dat daarbij als de waarde van de uit te keren aandelen de beurswaarde per aandeel wordt genomen. (Dit is volgens de bepalingen in de wetsontwerpen.) Dit betekent

dan een toename van het geplaatste aandelenkapitaal met de fractie $v \cdot A_0 / W_1$.

Het voor de aandelen beschikbare bedrag aan dividenduitkering neemt echter tegelijkertijd toe met het bedrag van de VAD, ofwel met $v \cdot A_0$. Dit betekent dat er voor het met de fractie $v \cdot A_0 / W_1$ vergrote aandelenkapitaal op het einde van jaar 1 een waarde beschikbaar is van $W_1 + v \cdot A_0$.

Voor de 'oude' aandeelhouders is er dan een waarde beschikbaar van:

$$\frac{v \cdot A_0 + W_1}{1 + v \cdot A_0 / W_1} = \frac{v \cdot A_0 + W_1}{(W_1 + v \cdot A_0) / W_1},$$

hetgeen gelijk is aan W_1 , ofwel de waarde van de aandelen op het einde van jaar 1 bij uitkering van de VAD in contanten.

Dit betekent derhalve dat uitkering van de VAD over het eerste jaar in de vorm van aandelen hetzelfde effect op de beurswaarde heeft als uitkering in de vorm van contanten, indien tenminste de beurswaarde van de aandelen wordt bepaald door kapitalisatie van de uit te keren dividenden. Indien dit echter voor de uitkering van de VAD over het eerste jaar geldt, geldt dit ook voor uitkering van de VAD over de andere jaren. Derhalve kunnen we dus stellen dat bij uitkering van de VAD in de vorm van aandelen de beurswaarde gegeven wordt door formule 10.2.

Traas komt in een artikel over de invloed van de VAD op de waarde van de aandelen via een andere afleiding tot hetzelfde resultaat.³

10.2.3. De marktwaarde bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen

De wetsontwerpen betreffende de VAD voorzien in een mogelijkheid om de VAD uit te keren in 'VAD-bewijzen'. Stel, dat over de uitstaande VAD-bewijzen jaarlijks een fractie i aan vergoeding moet worden uitgekeerd en wel in de vorm van contanten, en dat de winstinhouding weer gelijk wordt gesteld aan de winstinhouding bij afwezigheid van een VAD-regeling, zodat de vergoedingen over de VAD-bewijzen ten laste gaan van de dividenduitkeringen, dan kan voor de dividenduitkeringen de volgende reeks worden opgesteld:

3. L. Traas, De VAD en de waardebepaling van de onderneming, In de bundel: Geld en onderneming, Leiden, 1976, pag. 314-315.

Jaar	VAD	Dividend
1.	$v \cdot A_0$	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0$
2.	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)$	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0 - i \cdot v \cdot A_0$
3.	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^2$	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0 - i \cdot v \cdot A_0 - i \cdot v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)$
4.	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^3$	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0 - i \cdot v \cdot A_0 \cdot \{1 + (1 + b \cdot r) + (1 + b \cdot r)^2\}$
etc.		

Wederom onder de vooronderstelling dat $k > b \cdot r$ is, is de reeks contant gemaakte dividenduitkeringen te sommeren tot:

$$W_0 = \frac{\{(1 - b) \cdot r - i \cdot v/k\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \quad (10.3.)$$

Indien de op de VAD-bewijzen uit te keren vergoedingsvoet even hoog is als de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit, hetgeen zoals we hebben beredeneerd in § 6.8. een redelijke benadering is, geeft relatie (10.3.) dezelfde uitkomst als formule (10.2.). Dit houdt in dat het effect op de marktwaarde dan even groot is indien de VAD in de vorm van VAD-bewijzen wordt uitgekeerd als indien de uitkering geschiedt in de vorm van aandelen of contanten.

10.2.4. De marktwaarde bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen waarop de periodieke vergoeding voor 50 % geschiedt in nieuwe VAD-bewijzen

Het wetsontwerp van het kabinet-Den Uyl uit 1977 voorziet in de mogelijkheid dat de onderneming de helft van de over de VAD-bewijzen uit te keren periodieke vergoeding voldoet door bijschrijving van de waarde daarvan op de VAD-bewijzen.

Indien dit geschiedt, is de ontwikkeling van de uitstaande VAD-bewijzen als volgt:

Jaar	Uit te geven VAD-bewijzen
1.	$v \cdot A_0$
2.	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r) + 0,5 \cdot i \cdot v \cdot A_0$
3.	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^2 + 0,5 \cdot i \cdot v \cdot A_0 \cdot \{1 + (1 + b \cdot r) + 0,5 \cdot i\}$
4.	$v \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^3 + 0,5 \cdot i \cdot v \cdot A_0 \cdot \{1 + (1 + b \cdot r) + (1 + b \cdot r)^2 + 0,5 \cdot i + 0,5 \cdot i \cdot (1 + (1 + b \cdot r) + 0,5 \cdot i)\}$
etc.	

De reeks uit te keren dividenden wordt nu, onder de vooronderstelling dat het in contanten uit te keren gedeelte van de vergoeding op de VAD-bewijzen in mindering komt op de dividenduitkeringen, als volgt:

Jaar	Dividenduitkering
1.	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0$
2.	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r) - 0,5 \cdot i \cdot v \cdot A_0$
3.	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^2 - 0,5 \cdot i \cdot v \cdot A_0 \cdot \{1 + (1 + b \cdot r) + 0,5 \cdot i\}$
4.	$(1 - b) \cdot r \cdot A_0 \cdot (1 + b \cdot r)^3 - 0,5 \cdot i \cdot v \cdot A_0 \cdot [1 + (1 + b \cdot r) + (1 + b \cdot r)^2 + 0,5 \cdot i + 0,5 \cdot i \cdot \{1 + (1 + b \cdot r) + 0,5 \cdot i\}]$
etc.	

Wederom onder de voorwaarde $k > b$, r is de reeks van de tegen de vermogenskostenvoet gediscnteerde dividenduitkeringen te sommeren tot:

$$W_0 = \frac{\{(1 - b) \cdot r - 0,5 \cdot i \cdot v / (k - 0,5 \cdot i)\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \quad (10.4.)$$

Ook deze relatie wordt evenals formule (10.3.), indien de vergoeding over de VAD-bewijzen, i , even hoog is als de vermogenskostenvoet, k , gelijk aan formule (10.2.). In dat geval heeft de vorm waarin de VAD wordt uitgekeerd geen invloed op de waarde van de onderneming voor de 'oude' aandeelhouders.

10.2.5. De marktwaaarde indien de helft van de VAD-uitkering fiscaal aftrekbaar is

In het compromis van Albeda, voorgesteld tijdens de kabinetsformatie in 1977, was opgenomen dat de individuele VAD-uitkeringen fiscaal aftrekbaar zouden zijn. Aangezien de individuele VAD-uitkeringen globaal de helft vormen van de totale VAD-afdracht, gaan wij hier uit van 50 % individuele en 50 % collectieve uitkering.

We stellen verder dat de winstinhouding constant blijft, zodat het fiscale voordeel dat ontstaat door de aftrekbaarheid van de VAD geheel via dividenduitkeringen aan de aandeelhouders toevalt.

Verder definiëren we:

f = de belastingquote, ofwel de fractie van de belastbare winst die aan belasting moet worden afgedragen.

Bij uitkering van de VAD in de vorm van contanten impliceert dit dat de beschikbare dividenden in vergelijking met de situatie zonder VAD zullen dalen met $(1-0,5 \cdot f)$ maal de VAD-uitkering. Voor de reeks dividenden betekent dit:

Jaar	Dividend
1.	$(1-b) \cdot r \cdot A_0 - v \cdot A_0 + 0,5 \cdot f \cdot v \cdot A_0$
2.	$\{(1-b) \cdot r - (1-0,5 \cdot f) \cdot v\} \cdot A_0 \cdot (1+b \cdot r)$
3.	$\{(1-b) \cdot r - (1-0,5 \cdot f) \cdot v\} \cdot A_0 \cdot (1+b \cdot r)^2$
t	$\{(1-b) \cdot r - (1-0,5 \cdot f) \cdot v\} \cdot A_0 \cdot (1+b \cdot r)^{t-1}$

Sommatie van de oneindige reeks dividenden nadat deze tegen de disconteringsvoet, k , contant zijn gemaakt, leidt onder de voorwaarde $k > b \cdot r$ tot:

$$W_0 = \frac{\{(1-b) \cdot r - (1-0,5 \cdot f) \cdot v\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \tag{10.5.}$$

Uiteraard is de waarde van de onderneming volgens deze formule hoger dan volgens formule (10.2.), die geldig is bij uitkering van de VAD in de vorm van contanten zonder dat een gedeelte van de VAD fiscaal aftrekbaar is. Op dezelfde wijze als beschreven is in § 10.2.2. kan worden bewezen dat ook bij

uitkering in de vorm van aandelen formule 10.5. geldig is.

Ook bij uitkering van de VAD in de vorm van VAD-bewijzen is de fiscale aftrekbaarheid van de individuele VAD-uitkeringen te verwerken. Het effect van de aftrekbaarheid op de marktwaarde is even groot als bij uitkering in contanten of aandelen. Het verschil tussen de waarde volgens formule 10.5. en 10.2. is gelijk aan $0,5 \cdot f \cdot v \cdot A_0 / (k - b \cdot r)$, hetgeen gelijk is aan de constante waarde van de extra dividenduitkeringen die mogelijk zijn door de fiscale aftrekbaarheid van de individuele VAD-uitkeringen.

Dezelfde factor kunnen we ook verwerken in de formules voor de waarde van de onderneming bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen, de formules 10.3. en 10.4.

De waarde bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen waarop de periodieke vergoeding in de vorm van contanten wordt verstrekt wordt bij fiscale aftrekbaarheid van de individuele VAD-uitkeringen:

$$W_0 = \frac{\{(1 - b) \cdot r + 0,5 \cdot f \cdot v - i \cdot v/k\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \quad (10.6.)$$

terwijl de formule bij uitkering van de periodieke vergoeding voor 50 % in nieuwe VAD-bewijzen gelijk wordt aan:

$$W_0 = \frac{\{(1 - b) \cdot r + 0,5 \cdot f \cdot v - 0,5 \cdot i \cdot v/(k - 0,5 \cdot i)\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \quad (10.7.)$$

Uiteraard geldt voor beide formules, 10.6 en 10.7., de voorwaarde voor de wiskundige sommeerbaarheid van de reeks dividenden: $k > b \cdot r$.

10.2.6. De marktwaarde indien een gedeelte van de VAD fiscaal aftrekbaar is

Bij de in 1978 door het kabinet-Van Agt ingediende wetsontwerpen zal van de overwinst zowel aan individuele als aan collectieve VAD 12 % moeten worden uitgekeerd. Daarnaast zijn beide uitkeringen begrensd: de individuele VAD tot maximaal 3 % van het maximaal premieplichtige loon per werknemer, en de collectieve VAD tot 3 % van de fiscale winst. Afhankelijk van de omvang van de fiscale winst en het aantal werknemers zal daardoor de individuele VAD groter of kleiner kunnen zijn dan de collectieve VAD. Aangezien alleen de individuele VAD voor de onderneming fiscaal aftrekbaar is, betekent dit dat van de totale VAD een variabel gedeelte fiscaal aftrekbaar zal zijn. Voor deze fractie introduceren we het symbool q .

Uitgaande van de veronderstelling dat de gehele VAD wordt voldaan in de vorm van contanten of aandelen of in een combinatie van beide, is dan op dezelfde wijze als in de voorafgaande paragrafen af te leiden dat de waarde van de onderneming voor de 'oude' aandeelhouders bij invoering van de VAD gelijk is aan:

$$W_0 = \frac{\{(1-b) \cdot r - (1-f \cdot q) \cdot v\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \quad (10.8.)$$

Ook in de voorstellen van het kabinet-Van Agt is het mogelijk om de VAD in VAD-bewijzen te voldoen. Deze mogelijkheid is echter beperkt tot de uitkering van de individuele VAD. De collectieve VAD wordt geheven in de vorm van een belasting en zal dus altijd in de vorm van contanten voldaan moeten worden. In tegenstelling tot de voorstellen van het kabinet-Den Uyl is de periodieke vergoeding op de VAD-bewijzen fiscaal aftrekbaar geworden. Onder de veronderstelling dat de gehele VAD in de vorm van VAD-bewijzen zou kunnen worden voldaan, wordt de waarde van de onderneming voor de 'oude' aandeelhouders gelijk aan:

$$W_0 = \frac{\{(1-b) \cdot r + f \cdot q \cdot v - (1-f) \cdot i \cdot v/k\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \quad (10.9.)$$

Indien het niet fiscaal aftrekbare gedeelte van de VAD in de vorm van contanten wordt voldaan en het fiscaal aftrekbare gedeelte, de fractie q , in VAD-bewijzen, dan wordt de waarde van de onderneming voor de 'oude' aandeelhouders gelijk aan:

$$W_0 = \frac{\{(1-b) \cdot r + f \cdot q \cdot v - (1-q) \cdot v - (1-f) \cdot i \cdot q \cdot v/k\} \cdot A_0}{k - b \cdot r} \quad (10.10.)$$

Uiteraard zijn de formules 10.8., 10.9. en 10.10. slechts geldig onder de voorwaarde dat de reeks van contant gemaakte dividenden toekomend aan de aandeelhouders sommeerbaar is, d.w.z. onder de voorwaarde $k > b \cdot r$.

Verder is bij de afleiding van de formules 10.9. en 10.10. verondersteld dat de VAD-bewijzen niet afgelost zullen worden. Gebeurt dit toch, dan dient er een substitutie plaats te vinden waarbij de onderneming de aflossing voldoet uit nieuw vreemd vermogen waarop een periodieke vergoeding ter grootte van i moet worden betaald.

Uit het feit dat zowel de uitkering van de individuele VAD als de periodieke

vergoeding op de VAD-bewijzen fiscaal aftrekbaar is, volgt dat de invloed van de VAD op de waarde van de onderneming voor de bestaande aandeelhouders beperkt zal zijn.

10.3. DE VAD-AFDRACHT ALS PERCENTAGE VAN HET EIGEN VERMOGEN

10.3.1. De VAD-afdracht volgens het wetsontwerp uit 1977

In § 10.2. is een aantal formules afgeleid ter bepaling van de waarde van de aandelen voor de verschillende VAD-voorstellen en de verschillende uitkeervormen: contanten, aandelen en VAD-bewijzen. Daarbij hebben we steeds aangenomen dat de VAD een bepaald percentage bedraagt van het aan het begin van het jaar aanwezige eigen vermogen. Hiervoor werd het symbool v gebruikt. Voor de bepaling van de feitelijke omvang van deze quote, v , introduceren we een aantal variabelen:

- FRVB = de rentabiliteit van het eigen vermogen voor belastingen, = fiscale winst (volgens vermogensvergelijking) gedeeld door het fiscale eigen vermogen aan het begin van het jaar;
- BLD = de fractie van de totale winst die in het buitenland wordt behaald; eenvoudshalve veronderstellen we dat deze gelijk is aan het gedeelte van het vermogen dat in het buitenland is geïnvesteerd;
- NB = gedeelte van de winst dat niet fiscaal belast wordt;
- h = de herwaarderingsquote = (waarde van het eigen vermogen zoals die geldt bij de bepaling van de normale vergoeding minus de fiscale boekwaarde) gedeeld door de fiscale boekwaarde van het eigen vermogen;
- e = fractie van het beginvermogen die jaarlijks aan nieuw eigen vermogen extern wordt aangetrokken d.m.v. aandelenemissies etc.;
- VP = fractie van de volgens de VAD-regeling bepaalde overwinst die als VAD moet worden uitgekeerd.

Voor het overige gebruiken we de symbolen die al eerder in dit hoofdstuk zijn gedefinieerd: i , k , b , en f . Al deze variabelen worden exogeen gegeven. Met behulp hiervan kunnen we de volgende vergelijkingen opstellen:

$$r = FRVB - f \cdot (1 - BLD) \cdot (1 - NB) \cdot FRVB$$

$$BRNB = FRVB \cdot (1 - f) \cdot (1 - BLD) \cdot (1 - NB)$$

$$NVU = i \cdot (1 + b \cdot r + e) \cdot (1 - BLD) \cdot (1 + h)$$

$$CH = h \cdot (1 - BLD) \cdot (k - b \cdot r - e) \cdot a_{10}^{1/20}$$

waarbij:

- r = de al eerder gedefinieerde beschikbare nettowinst gedeeld door het fiscale eigen vermogen aan het begin van het jaar;
 $BRNB$ = de belastbare winst ná aftrek van belasting gedeeld door het fiscale eigen vermogen aan het begin van het jaar;
 NVU = de normale vergoeding als fractie van het beginvermogen;
 CH = correctiefactor i.v.m. het feit dat de op het moment van invoering van de VAD aanwezige herwaardering onder aftrek van de fictief verschuldigde belasting in de loop van 10 jaar bij de bepaling van de overwinst op de fiscale winst in mindering mag worden gebracht.

Met behulp hiervan kan dan de fractie v als volgt worden bepaald:

$$v = \frac{VP}{1 - i \cdot VP} \cdot (BRNB - CH - NVU)$$

Het door de onderneming extern aantrekken van eigen vermogen heeft gevolgen voor de waarde van de aandelen. Traas heeft in zijn boek 'Het investerings- en financieringsplan van de onderneming'⁴ aangegeven hoe aandelenemissies kunnen worden verwerkt in de formule voor de bepaling van de waarde van de onderneming. Afgeleid kan worden dat onder de voorwaarde dat óf de aandelen worden uitgegeven tegen de zgn. 'maximaal mogelijke emissieprijs', óf dat de emissie geschiedt met recht van voorkeur voor de oude aandeelhouders de waarde van de onderneming voor de 'oude' aandeelhouders bij uitkering van de VAD in de vorm van contanten en/of aandelen gelijk is aan:

$$W_0 = \frac{\{(1 - b) \cdot r - v - e\} \cdot A_0}{k - b \cdot r - e} \quad (10.11.)$$

dit uiteraard onder de voorwaarde voor de sommeerbaarheid: $k > b \cdot r + e$.

Formule 10.11. is de uitbreiding van de formule 10.2. met de fractie e , die aangeeft de groei via het extern aantrekken van eigen vermogen. De voorwaarde voor de sommeerbaarheid van de reeks dividenden is ook veranderd. Het is uiteraard mogelijk ook de formules 10.3. tot en met 10.10. op dezelfde wijze aan te passen aan de mogelijkheid van aandelenemissies, door ook in die

4. L. Traas, Het investerings- en financieringsplan van de onderneming, Alphen aan den Rijn, 1968.

formules in de teller en in de noemer de factor $-e$ op te nemen.

10.3.2. De VAD-afdracht volgens het voorstel van Albada uit 1977

De veranderingen in de factor v bij de bepaling van de VAD in het voorstel van Albada uit 1977 t.o.v. het wetsvoorstel van het kabinet-Den Uyl uit 1977 zijn zeer gering. Alleen de exogene variabele VP , de fractie van de overwinst die als VAD moet worden uitgekeerd, heeft een andere waarde: ze werd verhoogd van 15 % naar 20 % voor 1977, oplopend tot 23 % voor 1980. Dit om compensatie te bieden voor de latere ingangsdatum van de VAD-regeling. De fiscale aftrekbaarheid van de individuele VAD-uitkeringen is reeds verwerkt in de formules 10.5., 10.6. en 10.7. Door opname van de factor $-e$ in teller en noemer kunnen deze formules, zoals boven reeds gesteld, worden aangepast voor de mogelijkheid van de uitgifte van nieuwe aandelen d.m.v. emissies.

10.3.3. De VAD-afdracht volgens de wetsontwerpen uit 1978

Bij de bepaling van de VAD volgens de wetsontwerpen uit 1978 wordt de normale vergoeding niet langer berekend over het aan het eind van het jaar aanwezige eigen vermogen, maar over het beginvermogen. Tegelijkertijd is het percentage van de normale vergoeding met één punt verhoogd tot het effectief rendement op staatsleningen plus 3 punten. Stellen we het effectief rendement op langlopende staatsleningen gelijk aan r_s , dan kunnen we de factor v als volgt definiëren:

$$v = VP \cdot (BRNB - CH - (r_s + 0,03)).$$

Hierbij is VP verhoogd tot 24%. De waarde van v zal eventueel verlaagd worden voor zover de begrenzingen van de collectieve en de individuele VAD effectief worden. Verder is in de voorstellen van het kabinet-Van Agt de vergoeding over de VAD-bewijzen gesteld op het effectieve rendement op staatsleningen verhoogd met een opslag van één punt. Rekening houdend hiermee, en met eventuele aandelenemissies, kunnen we formule 10.9. en 10.10. herschrijven. Zo zal 10.9. veranderen in:

$$W_0 = \frac{\{(1-b) \cdot r + f \cdot q \cdot v - e - (1-f) \cdot (r_s + 0,01) \cdot v/k\} \cdot A_0}{k - b \cdot r - e} \quad (10.12.)$$

Deze formule geldt uiteraard slechts onder de voorwaarde $k > b \cdot r + e$. De aanpassing van formule 10.10. geschiedt analoog.

10.4. DE ENDOGENE BEPALING VAN DE DISCONTERINGSVOET

Met behulp van de in de voorgaande paragrafen afgeleide formules kunnen we voor verschillende waarden van de exogene variabelen de waarde van de aandelen berekenen. We hebben dit m.b.v. hiertoe door ons geschreven computerprogramma's gedaan. Bij deze berekeningen bleek steeds ofwel de rentabiliteit zodanig laag te zijn dat er nauwelijks of geen VAD door de onderneming verschuldigd was, ofwel dat de rentabiliteit zo hoog was dat niet langer voldaan werd aan de sommeerbaarheids-restrictie $k > b \cdot r + e$.

In dit laatste geval wordt de som van de contante waarden van de uit te keren dividenden oneindig groot en verliest het model zijn economische betekenis.

Volgens Gordon, de grondlegger van het dividendkapitalisatiemodel, zijn er echter ten minste twee mechanismen die ervoor zorgen dat, althans op lange termijn, wel aan de sommeerbaarheidsvoorwaarde wordt voldaan.

Allereerst zal bij een toename van de groei van het eigen vermogen de rentabiliteit van het eigen vermogen dalen vanwege het economisch bekende verschijnsel van de afnemende meeropbrengsten. De onderneming zal allereerst haar vermogen investeren in het meest rendabele project en vervolgens in het op één na meest rendabele project, etc. Ten tweede zal de door de aandeelhouders gewenste opbrengst stijgen naarmate de winstinhoudingsquote toeneemt. Immers door winstinhouding krijgen de aandeelhouders nu minder dividend, waartegenover zij in de toekomst hogere, maar meer onzekere dividenden verwachten te ontvangen. In verband met de toegenomen onzekerheid zullen zij een hogere vergoeding, k , eisen.

Beide factoren te zamen zullen ervoor zorgen dat de vermogenskostenvoet, k , steeds groter zal zijn dan de groeivoet van de onderneming, $b \cdot r + e$, althans op langere termijn.

Gordon heeft als mogelijke oplossing hiervoor de vermogenskostenvoet afhankelijk gemaakt van de winstinhoudingsquote, b , en de rentabiliteit van het eigen vermogen, r .⁵ Hij stelde de volgende functie voor:

$$k = \alpha_0(1 + b \cdot r)^{-\alpha_1} + b \cdot r \quad (10.13.)$$

waarbij k , b , en r de betekenis hebben zoals eerder in dit hoofdstuk gedefinieerd, en α_0 en α_1 twee positieve constanten zijn.

5. Zie bijv.: M. J. Gordon, *The investment, financing and valuation of the corporation*, Homewood Illinois, 1962, en E. Brigham and M. J. Gordon, *Leverage, dividend policy and the cost of capital*, *Journal of Finance*, 23, March 1968.

We hebben vervolgens in onze berekeningen een soortgelijke relatie gebruikt die voldoet aan de eis $k > b \cdot r + e$, nl.:

$$k = 0,11 \cdot (1 + b \cdot r + e)^{-10} + b \cdot r + e \quad (10.14.)$$

De coëfficiënten van deze functie zijn zo gekozen dat de disconteringsvoet ten minste 0,11 is, bij het ontbreken van groei, en bij het toenemen van de groeivoet van het eigen vermogen asymptotisch tot deze voet nadert. Met behulp van deze disconteringsvoet is het mogelijk om de waarde van de aandelen en de invloed van de VAD op deze waarde te bepalen voor hoge waarden van de rentabiliteit van het eigen vermogen. Dit is met name van belang omdat er pas bij hoge rentabiliteiten door de ondernemingen VAD zal zijn verschuldigd.

10.5. DE KWANTIFICERING VAN DE INVLOED VAN DE VAD OP DE WAARDE VAN DE AANDELEN

10.5.1. De kwantificering voor het wetsontwerp uit 1977

We hebben, uitgaande van de in de vorige paragrafen afgeleide formules, de beurswaarde bepaald per gulden, niet geherwaardeerd, fiscaal eigen vermogen, en wel voor verschillende waarden van de exogene variabelen. De disconteringsvoet is endogeen bepaald volgens formule 10.14. Enige resultaten staan vermeld in tabel 10.1.:

Disconteringsvoet	Rentabiliteit e.v. vóór bel.	Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd		
		0,00	0,15	0,50
14,4 %	25 %	1,50	1,50	1,50
15,5 %	30 %	2,20	2,20	2,20
17,8 %	40 %	4,16	4,07 (-2,2 %)	3,84 (-7,7 %)
20,5 %	50 %	7,14	6,76 (-5,3 %)	5,83 (-18,3 %)

Tabel 10.1. Beurswaarde per gulden fiscaal eigen vermogen, bij VAD-uitkering in aandelen volgens het wetsontwerp uit 1977. Herwaardering 50 %, winstinhouding 50 %, buitenland 25 %, onbelast 5 % en 2 % nieuw extern eigen vermogen per jaar.

De in tabel 10.1. tussen haakjes vermelde percentages geven aan de procentuele verandering in de (beurs-)waarde ten gevolge van de invoering van de VAD.

Uit tabel 10.1. blijkt dat bij een rentabiliteit van het eigen vermogen van 40 % voor belasting bij een uitkeringspercentage van 15 % van de overwinst de beurswaarde slechts 2,2 % daalt t.o.v. de situatie zonder VAD. Dit onder niet irrealistische waarden voor de verschillende variabelen. Bij de berekening is, evenals bij de berekeningen in hoofdstuk 9, uitgegaan van een rendement op langlopende staatsleningen van 8 % per jaar en een over de belastbare winst te betalen belastingvoet van 48 %.

We hebben de berekeningen ook uitgevoerd voor andere waarden voor de herwaarderingsquote, het aandeel buitenland, het deel niet belast, de winstinhoudingsquote en de externe groei van het eigen vermogen. Evenals in hoofdstuk 9 blijkt ook hier de herwaarderingsfactor de meeste invloed te hebben. Bij een herwaardering van het fiscale eigen vermogen met 100 %, een percentage dat, zoals eerder bleek (in § 9.2.), bij toepassing van de wettelijk voorgestelde herwaarderingsregeling bepaald niet overdreven hoog is, bleek er bij een rentabiliteit van het fiscale eigen vermogen van 50 % voor belasting geen enkele invloed van de VAD op de waarde van de aandelen te zijn. Verder bleek uiteraard de invloed van de VAD op de beurswaarde geringer te zijn naarmate het aandeel van het buitenland hoger is, naarmate een groter deel van de winst fiscaal niet belast wordt, naarmate de onderneming meer winst inhoudt en naarmate de externe groei via aandelenemissies groter is. We hebben de berekeningen ook uitgevoerd voor de situatie waarin de VAD wordt uitgekeerd in de vorm van VAD-bewijzen, waarbij we dat hebben gedaan zowel

Uitkerings- vorm v. d. VAD	Rentabiliteit e.v. vóór bel.	Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd		
		0,00	0,15	0,50
Aandelen of contanten	30 %	2,30	2,30	2,30
	40 %	4,08	4,00 (-2,0 %)	3,79 (-7,1 %)
	50 %	6,62	6,31 (-4,7 %)	5,57 (-15,9 %)
VAD-bewijzen period. verg. in contanten	30 %	2,30	2,30	2,30
	40 %	4,08	4,03 (-1,2 %)	3,90 (-4,4 %)
	50 %	6,62	6,45 (-2,6 %)	6,03 (-8,9 %)
VAD-bewijzen period. verg. 50 % contant + 50 % in VAD-b.	30 %	2,30	2,30	2,30
	40 %	4,08	4,04 (-1,0 %)	3,95 (-3,2 %)
	50 %	6,62	6,50 (-1,8 %)	6,21 (-6,2 %)

Tabel 10.2. Beurswaarde per gulden fiscaal eigen vermogen volgens het wetsontwerp uit 1977, herwaardering 50 %, winstinhouding 40 %, buitenland 25 %, onbelast 5 % en 2 % externe groei.

indien de periodieke vergoeding geschiedt in contanten als indien dit voor 50 % gebeurt in nieuwe VAD-bewijzen. Enige resultaten staan vermeld in tabel 10.2.

Uit de gegevens van tabel 10.2. blijkt duidelijk dat uitkering van de VAD in de vorm van aandelen de grootste daling van de beurswaarde tot gevolg zal hebben, gevolgd door uitkering in VAD-bewijzen waarop de periodieke vergoeding in de vorm van contanten wordt voldaan. De geringste daling van de beurswaarde treedt op bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen, waarop de periodieke vergoeding voor 50 % in de vorm van nieuwe VAD-bewijzen wordt voldaan.

10.5.2. De kwantificering voor het compromis-Albeda

In het compromis betreffende de VAD van formateur Albeda uit 1977 is de individuele VAD-uitkering fiscaal aftrekbaar gesteld en is het gedeelte van de overwinst dat als VAD dient te worden uitgekeerd verhoogd. Voor het overige is de overwinst- en VAD-bepaling identiek aan de regeling van het kabinet-Den Uyl uit 1977. Ook voor dit voorstel hebben we het effect op de beurswaarde berekend. Enkele resultaten staan vermeld in tabel 10.3. :

Uitkerings- vorm v.d. VAD	Rentabiliteit e.v. vóór bel.	Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd			
		0,00	0,20	0,23	0,50
aandelen of contanten	30 %	2,30	2,30	2,30	2,30
	40 %	4,08	4,00 (-2,0 %)	3,98 (-2,5 %)	3,86 (-5,4 %)
	50 %	6,62	6,31 (-4,7 %)	6,26 (-5,4 %)	5,82 (-12,1 %)
VAD-bewijzen	30 %	2,30	2,30	2,30	2,30
	40 %	4,08	4,04 (-1,0 %)	4,03 (-1,2 %)	3,97 (-2,7 %)
	50 %	6,62	6,49 (-2,0 %)	6,47 (-2,3 %)	6,28 (-5,1 %)
VAD-bewijzen per. verg. 50 % in VAD- bewijzen	30 %	2,30	2,30	2,30	2,30
	40 %	4,08	4,06 (-0,5 %)	4,05 (-0,7 %)	4,02 (-1,5 %)
	50 %	6,62	6,55 (-1,1 %)	6,55 (-1,1 %)	6,46 (-2,4 %)

Tabel 10.3. Beurswaarde per gulden eigen vermogen volgens het compromis-Albeda uit 1977, herwaarderend 50 %, winstinhouding 40 %, buitenland 25 %, onbelast 5 % en externe groei 2 % per jaar.

Vergelijking met de resultaten volgens de regeling zoals opgenomen in het

wetsvoorstel van het kabinet-Den Uyl uit 1977 leidt tot de conclusie dat bij overigens gelijkblijvende omstandigheden het effect van de VAD op de beurswaarde bij het voorstel van Albada geringer is. Indien de uitkering geschiedt in de vorm van aandelen geeft een uitkeringspercentage van de overwinst van 15 % bij het voorstel-Den Uyl dezelfde beurswaardedaling te zien als optreedt bij het voorstel Albada bij een uitkeringspercentage van 20 % van de overwinst.

Bij een uitkering in de vorm van VAD-bewijzen blijkt de daling van de beurswaarde bij het voorstel Albada bij een uitkeringspercentage van 23 % nog geringer te zijn dan bij het voorstel-Den Uyl met een uitkeringsquote van 15 %.

Bij beide voorstellen blijkt de daling van de beurswaarde het geringst te zijn bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen waarop de periodieke vergoeding voor de helft in de vorm van nieuwe VAD-bewijzen wordt verstrekt. De grootste daling van de beurswaarde treedt weer op bij uitkering van de VAD in contanten of aandelen. In een eerdere publikatie hebben wij resultaten gegeven van het effect op de beurswaarde van uitkering van de VAD in de vorm van aandelen volgens het voorstel Albada.⁶ Uit de daar gepubliceerde cijfers bleek dat de beurswaarde bij invoering van de VAD zelfs zou kunnen stijgen. Dit wordt veroorzaakt doordat bij een hoge waarde van de aandelen een VAD-uitkering in de vorm van aandelen slechts een geringe toename van het aantal aandelen tot gevolg heeft. In het eerder gepubliceerde artikel werden alle berekeningen uitgevoerd met een constante disconteringsvoet van 12,5 %. Deze is lager dan de waarde die volgt uit formule 10.14., die gebruikt is bij de berekening van de cijfers uit tabel 10.3. In deze laatste tabel heeft de disconteringsvoet bij een rentabiliteit van het eigen vermogen (vóór belasting) van resp. 30, 40 en 50 % een waarde van resp. 14,2, 15,9 en 17,8 %. Bij een hogere disconteringsvoet is, ceteris paribus, de waarde van de aandelen geringer en dus de toename van het geplaatste aandelenkapitaal bij een zelfde VAD groter.

Behalve dat in het genoemde artikel een lagere disconteringsvoet werd gehanteerd, was ook de winstinhouding, en dus de groei van het eigen vermogen, iets hoger. In dit hoofdstuk veronderstellen we nl. dat de winstinhouding onafhankelijk is van de omvang van de VAD. In het artikel daarentegen werd ook van de fiscale tegemoetkoming die het gevolg was van de fiscale aftrekbaarheid van de VAD een fractie b ingehouden, waardoor de totale winstinhouding bij uitkering van de VAD in de vorm van aandelen extra kon toenemen.

6. H. Meijers, Vermogensaanwasdeling en de waarde van de aandelen, Economisch Statistische Berichten, 30-11-1977.

Bij een hoge beurskoers is het mogelijk dat de procentuele toename van het nominale aandelenkapitaal door uitkering van de VAD in de vorm van aandelen geringer is dan de procentuële stijging van het eigen vermogen door de extra inhouding van de fiscale tegemoetkoming. Hierdoor ontstaat dan de waardestijging van de aandelen bij invoering van de VAD.

Bij de bepaling van de beurswaarde in dit hoofdstuk hebben we een andere winstinhoudingspolitiek gedefinieerd. Nu is nl. de winstinhouding constant, onafhankelijk van de VAD. Eventuele uitkeringen in contanten gaan ten laste van het dividend op de aandelen, terwijl de fiscale aftrekbaarheid de voor de aandelen beschikbare dividenden weer doet toenemen. Bij een rentabiliteit van het eigen vermogen na belasting die hoger is dan de disconteringsvoet, leidt een vergroting van de winstinhouding tot een hogere waarde, terwijl een lagere winstinhouding leidt tot een lagere waarde. De combinatie van een lagere disconteringsvoet en een hogere winstinhouding leidt in het eerder gepubliceerde artikel tot een hogere beurswaarde dan in dit hoofdstuk.

10.5.3. De kwantificering voor de wetsontwerpen uit 1978

Ook voor de wetsontwerpen uit 1978 hebben we het effect van de VAD op de marktprijs van de aandelen bepaald. Enkele resultaten staan vermeld in tabel 10.4.

Uitkerings- vorm v.d. VAD	Rentabiliteit e.v. vóór bel.	Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd		
		0,00	0,24	0,50
contanten of aandelen	30 %	2,30	2,30	2,30
	40 %	4,08	3,97 (- 2,7 %)	3,91 (- 4,2 %)
	50 %	6,62	6,34 (- 4,2 %)	6,19 (- 6,5 %)
VAD- bewijzen	30 %	2,30	2,30	2,30
	40 %	4,08	4,07 (- 0,2 %)	4,08 (- 0,0 %)
	50 %	6,62	6,64 (+ 0,3 %)	6,70 (+ 1,2 %)

Tabel 10.4. Beurswaarde per gulden fiscaal eigen vermogen volgens de wetsontwerpen uit 1978, herwaarderding 50 %, winstinhouding 40 %, buitenland 25 %, onbelast 5 % en externe groei 2 % per jaar.

Uit tabel 10.4. blijkt dat uitkering van 24 % van de overwinst volgens de wetsontwerpen uit 1978 in de vorm van aandelen of contanten een ongeveer gelijk effect heeft op de waarde voor de 'oude' aandeelhouders als uitkering

van 15 % volgens het wetsontwerp uit 1977 of 20 % volgens het compromis van Albada uit 1977.

Bij uitkering van de VAD in de vorm van VAD-bewijzen blijkt de waarde voor de 'oude' aandeelhouders zelfs te kunnen stijgen. Dit wordt veroorzaakt door de dubbele fiscale compensatie. Allereerst is de uitkering van de individuele VAD fiscaal aftrekbaar, zodat de onderneming bij uitkering in de vorm van VAD-bewijzen een fiscale tegemoetkoming ontvangt van f maal de individuele VAD-uitkering, terwijl zij op dat moment niets in de vorm van contanten hoeft uit te keren. Later moet er dan over de uitstaande VAD-bewijzen een periodieke vergoeding worden betaald, maar deze is weer fiscaal aftrekbaar.

Verder is de over de VAD-bewijzen te betalen vergoeding veelal lager dan de disconteringsvoet van de aandeelhouders. In de wetsontwerpen uit 1978 is deze nl. gelijk gesteld aan het effectieve rendement op staatsleningen plus één procentpunt. Dit is duidelijk lager dan de in onze berekeningen gebruikte disconteringsvoet. Deze wordt endogeen bepaald volgens formule 10.14. Hierdoor is het mogelijk dat de contante waarde van de fiscale tegemoetkomingen groter is dan de contante waarde van de uitkeringen op de VAD-bewijzen, zodat per saldo de beurswaarde kan toenemen. (Dit weer onder de veronderstelling dat de VAD-bewijzen niet worden afgelost.)

Overigens blijkt ook nu weer de invloed van de VAD op de waarde van de aandelen zeer gering te zijn. Bovendien moet er sprake zijn van zowel een hoge rentabiliteit over het eigen vermogen, hoge afdrachtpercentages als van een geringe herwaardering van het eigen vermogen wil er sprake zijn van een invloed van enige betekenis.

10.6. SAMENVATTING EN CONCLUSIES

In dit hoofdstuk hebben we geprobeerd de invloed van de VAD op de beurs- of marktwaarde van de aandelen te bepalen. We hebben daartoe een aantal formules afgeleid ter bepaling van de marktwaarde van de onderneming voor de verschillende vormen waarin de VAD kan worden uitgekeerd en voor drie verschillende VAD-regelingen zoals die in Nederland in de laatste jaren zijn voorgesteld.

De formules zijn afgeleid onder de veronderstelling dat de aandeelhouders de waarde van de aandelen bepalen op basis van kapitalisatie van de oneindige reeks dividenden die zij uit die aandelen zullen ontvangen. Daarbij hebben we verondersteld dat de verschillende exogene variabelen, eeuwigdurend, in de loop van de tijd constant zijn. Uiteraard zijn de conclusies afhankelijk van

de veronderstellingen waarop het model gebaseerd is. De resultaten blijven echter globaal gelijk indien de exogene variabelen niet constant zijn, maar gemiddeld op het aangenomen niveau liggen. Bovendien hebben de perioden die verder in de toekomst liggen, vanwege de vrij hoge disconteringsvoet, een geringe invloed op de uitkomsten.

De verschillende uitkeringsvormen en voorstellen zijn verder onder gelijke veronderstellingen vergeleken, zodat hieruit zeker wel conclusies mogen worden getrokken.

Duidelijk blijkt dat, onder niet irrealistische veronderstellingen met betrekking tot de waarden van de exogene variabelen, het effect van de VAD op de beurswaarde volgens alle drie de voorstellen zeer gering zal zijn, waarbij het effect volgens de latere voorstellen afneemt in vergelijking met de eerdere voorstellen.

Verder blijkt dat de uitkering van de VAD in contanten of in aandelen het meeste effect heeft op de waarde van de aandelen, terwijl het effect het geringst is bij uitkering in VAD-bewijzen waarop de periodieke vergoeding gedeeltelijk in de vorm van nieuwe VAD-bewijzen wordt voldaan. Bij het wetsvoorstel uit 1978 blijkt bij uitkering van VAD-bewijzen zelfs een stijging van de waarde te kunnen optreden.

De invloed van de VAD op de financiële structuur van de onderneming

11.1. HET WETSONTWERP VAN HET KABINET-DEN UYL UIT 1977

In hoofdstuk 9 bleek dat de VAD-opbrengst in een bepaald jaar, gemeten als percentage van het eigen vermogen of als percentage van de behaalde nettowinst, over het algemeen slechts zeer minimaal zal zijn. Indien echter gedurende een aantal jaren een klein gedeelte van de winst aan VAD moet worden uitgekeerd, kan dat, indien de uitkering in vermogenstitels geschiedt, misschien toch betekenen dat na verloop van tijd een aanzienlijk deel van het vermogen van de onderneming in handen van de VAD-gerechtigden komt. Dit is zeker voorstelbaar bij de regeling betreffende uitkering in de vorm van VAD-bewijzen, waarop de periodieke vergoeding voor 50 % in de vorm van nieuwe VAD-bewijzen kan geschieden.

Om nu het effect van de VAD op de financiële structuur op wat langere termijn te bepalen, hebben we uitgerekend hoe groot het aandeel van de VAD-gerechtigden in het eigen vermogen van de onderneming zal zijn na 10 en 25 jaar. We hebben dit gedaan voor dezelfde waarden voor de exogene variabelen als in de vorige hoofdstukken gehanteerd. Enige resultaten bij uitkering van de VAD in de vorm van aandelen staan vermeld in tabel 11.1.

Periode	Rentabiliteit e.v. vóór bel.	Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd.	
		0,15	0,50
10 jaar	40 %	0,3 %	1,2 %
	50 %	0,9 %	3,6 %
25 jaar	40 %	1,4 %	4,9 %
	50 %	2,6 %	9,6 %

Tabel 11.1. Percentage van het aandelenkapitaal in handen van de VAD-gerechtigden volgens het wetsvoorstel uit 1977. Herwaardering 50 %, winstinhouding 40 %, buitenland 25 %, onbelast 5 % en 2 % externe groei per jaar.

Uit de gegevens vermeld in tabel 11.1. blijkt dat gedurende lange tijd een hoge rentabiliteit van het eigen vermogen en een hoog afdrachtpercentage van de overwinst nodig zijn wil een aanzienlijk deel van het aandelenkapitaal in handen van de VAD-gerechtigden komen. Daarbij hebben we nog geen rekening gehouden met het feit dat de VAD-gerechtigden over de VAD-uitkering belasting verschuldigd zullen zijn, en dat op de opbrengst de kosten van administratie etc. nog in mindering moeten worden gebracht.

Bovendien zullen de VAD-gerechtigden hun aandelen niet mogen verkopen. Bij verdere berekeningen bleek dat het aandeel van de VAD-gerechtigden lager zal zijn naarmate de herwaardering hoger is, naarmate een groter deel van de winst in het buitenland wordt behaald en een groter deel van de winst niet wordt belast, en ook naarmate de groei van het eigen vermogen door middel van emissies van aandelen en winstinhouding groter is.

Enkele door ons berekende cijfers die een indruk geven van de invloed van de VAD op de financiële structuur bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen staan vermeld in tabel 11.2.

Periode	Uitkeringsvorm	Rentabiliteit e.v. vóór bel.	Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd	
			0,15	0,50
10 jaar	VAD-bewijzen	40 %	1,1 %	3,8 %
		50 %	2,8 %	9,5 %
	VAD-bewijzen per. verg. 50 % in VAD-bew.	40 %	1,3 %	4,6 %
		50 %	3,3 %	11,3 %
25 jaar	VAD-bewijzen	40 %	1,6 %	5,7 %
		50 %	3,6 %	12,5 %
	VAD-bewijzen per. verg. 50 % in VAD-bew.	40 %	2,4 %	8,1 %
		50 %	5,0 %	17,3 %

Tabel 11.2. VAD-bewijzen in procenten van het geherwaardeerde eigen vermogen volgens het wetsontwerp-Den Uyl uit 1977. Herwaardering 50 %, winstinhouding 40 %, buitenland 25 %, onbelast 5 % en externe groei van het eigen vermogen 2 % per jaar.

Uit tabel 11.2. blijkt dat de uitkering van de VAD in VAD-bewijzen leidt tot een groter aandeel van de VAD-gerechtigden in het eigen vermogen van de onderneming dan uitkering in de vorm van aandelen. Het aandeel van de VAD-

gerechtigden blijkt het hoogst te zijn indien de periodieke vergoeding over de VAD-bewijzen voor de helft in de vorm van nieuwe VAD-bewijzen wordt voldaan.

In tabel 11.2. is bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen het aandeel van de VAD-gerechtigden uitgedrukt als percentage van de geherwaardeerde waarde van het eigen vermogen. Aan elkaar gerelateerd worden dus de nominale waarde van de na een bepaalde periode uitstaande VAD-bewijzen en de intrinsieke waarde van het geherwaardeerde fiscale vermogen. Hierbij worden de VAD-bewijzen tot het eigen vermogen gerekend. In § 11.4. zullen wij het aandeel van de marktwaarde van de VAD-bewijzen bepalen in procenten van de marktwaarde van het gehele eigen vermogen.

Bij de uitkering van de VAD in aandelen is het percentage van het aandeel van de VAD-gerechtigden uitgedrukt in de intrinsieke waarde van het eigen vermogen uiteraard gelijk aan het aandeel in de marktwaarde van het eigen vermogen.

Over het effect van de VAD-regeling volgens het wetsontwerp uit 1977 op de financiële structuur van de onderneming hebben wij reeds eerder gepubliceerd.¹ De daar gepubliceerde resultaten kunnen iets afwijken van de in deze paragraaf vermelde cijfers. Dit wordt veroorzaakt doordat in het eerder gepubliceerde artikel een andere veronderstelling betreffende de dividendpolitiek van de onderneming is gehanteerd. Bovendien werd in dat artikel de marktwaarde van de aandelen bepaald als een vast percentage van de intrinsieke waarde, onafhankelijk van de rentabiliteit van het eigen vermogen en de dividendpolitiek van de onderneming, terwijl wij in deze studie uitgaan van de veronderstelling dat de waarde van de aandelen wordt bepaald als de contante waarde van de dividenden. Dit is met name van belang omdat bij uitkering van de VAD in aandelen als de waarde van de uit te keren aandelen de marktwaarde wordt genomen.

11.2. HET COMPROMIS VAN ALBEDA UIT 1977

Ook voor het compromisvoorstel m.b.t. de VAD zoals dat tijdens de kabinetsformatie in 1977 o.l.v. formateur Albeda werd bereikt, hebben we het effect op de financiële structuur van de onderneming na 10 en na 25 jaar berekend. Deze berekeningen hebben we weer uitgevoerd voor de verschillen-

1. H. Meijers, Vermogensaanwasdeling en de financiële structuur van de onderneming, E.S.B., 16 maart 1977.

de vormen waarin de VAD kan worden uitgekeerd en bij verschillende waarden voor de exogene variabelen. Een aantal resultaten staat vermeld in tabel 11.3.:

Periode	Uitkeringsvorm	Rentabiliteit eigen vermogen vóór belasting	Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd		
			0,20	0,23	0,50
10 jaar	Aandelen	40 %	0,4 %	0,5 %	1,2 %
		50 %	1,2 %	1,4 %	3,4 %
	VAD-bewijzen	40 %	1,5 %	1,7 %	3,8 %
		50 %	3,7 %	4,3 %	9,5 %
	VAD-bewijzen per. verg. 50 % in VAD-bew.	40 %	1,8 %	2,1 %	4,6 %
		50 %	4,4 %	5,1 %	11,3 %
25 jaar	Aandelen	40 %	1,8 %	2,1 %	4,8 %
		50 %	3,6 %	4,0 %	9,3 %
	VAD-bewijzen	40 %	2,2 %	2,5 %	5,7 %
		50 %	4,8 %	5,6 %	12,5 %
	VAD-bewijzen per. verg. 50 % in VAD-bew.	40 %	3,2 %	3,6 %	8,1 %
		50 %	6,7 %	7,7 %	17,3 %

Tabel 11.3. Belang van de VAD-gerechtigden in het geherwaardeerde fiscale eigen vermogen volgens het compromis-Albeda uit 1977. Herwaardering 50 %, winstinhouding 40 %, buitenland 25 %, onbelast 5 % en externe groei van het eigen vermogen 2 % per jaar.

In het compromisvoorstel-Albeda wordt de VAD op dezelfde wijze bepaald als in het wetsontwerp-Den Uyl uit 1977. De omvang van de VAD is derhalve even hoog. Aangezien de individuele VAD-uitkeringen in het voorstel-Albeda fiscaal aftrekbaar zijn, welke aftrekbaarheid leidt tot een hogere beschikbare winst voor de aandeelhouders, is de beurswaarde in procenten van het eigen vermogen in dit voorstel hoger. Derhalve is bij een gelijk percentage van de overwinst dat aan VAD moet worden uitgekeerd het relatieve belang van de VAD-gerechtigden bij uitkering in aandelen na een bepaalde periode groter bij de regeling volgens het wetsontwerp-Den Uyl dan bij het voorstel Albeda. Bij uitkering in VAD-bewijzen is het relatieve belang, gemeten door het nominale bedrag van de VAD-bewijzen te relateren aan de omvang van het geherwaardeerde fiscale eigen vermogen, voor beide voorstellen gelijk, indien althans van de overwinst eenzelfde percentage aan VAD wordt uitgekeerd.

Dit blijkt uit de tabellen 11.1., 11.2. en 11.3. In deze tabellen wordt bij

uitkering van de VAD in VAD-bewijzen het belang van de VAD-gerechtigden niet uitgedrukt in procenten van de marktwaarde. Dit zal geschieden in § 11.4.

11.3. DE WETSVORSTELLEN VAN HET KABINET-VAN AGT UIT 1978

Onder de veronderstelling dat de gehele VAD-verplichting volgens de twee door het kabinet-Van Agt in 1978 ingediende wetsontwerpen in de vorm van ofwel aandelen, ofwel VAD-bewijzen wordt voldaan, hebben we ook voor deze wetsontwerpen de invloed van de VAD op de financiële structuur na 10 en na 25 jaar berekend. Enkele resultaten zijn vermeld in tabel 11.4.:

Periode	Uitkeringsvorm van de VAD	Rentabiliteit eigen vermogen voor belasting	Deel van de overwinst dat als VAD moet worden uitgekeerd	
			0,24	0,50
10 jaar	Aandelen	40 %	0,8 %	1,5 %
		50 %	1,5 %	2,6 %
	VAD-bewijzen	40 %	1,2 %	2,3 %
		50 %	3,3 %	5,6 %
25 jaar	Aandelen	40 %	2,8 %	4,6 %
		50 %	3,9 %	6,8 %
	VAD-bewijzen	40 %	2,8 %	4,4 %
		50 %	4,7 %	8,1 %

Tabel 11.4. Het belang van de VAD-gerechtigden in het geherwaardeerde eigen vermogen volgens de wetsvoorstellen uit 1978. Herwaardering 50 %, winstinhouding 40 %, buitenland 25 %, onbelast 5 % en externe groei van het eigen vermogen 2 % per jaar.

Uit de cijfers van tabel 11.4. blijken de beperkingen van de collectieve en de individuele VAD in de wetsontwerpen uit 1978, die effectief worden bij hoge rentabiliteiten en hoge afdrachtpercentages. Zonder deze beperkingen blijkt het relatieve belang van de VAD-gerechtigden na 10 of 25 jaar, uitgaande van een zelfde percentage van de overwinst dat moet worden afgedragen, iets hoger te zijn dan bij de eerdere voorstellen. Ook nu weer blijkt uitkering in VAD-bewijzen te leiden tot een groter relatief belang, toekomstend aan de VAD-gerechtigden dan uitkering in aandelen.

Uit de cijfers blijkt verder dat de VAD-gerechtigden niet snel een aanzienlijk belang in de onderneming zullen verkrijgen.

11.4. HET RELATIEVE BELANG VAN DE VAD-GERECHTIGDEN NA 25 JAAR GEMETEN IN MARKTWAARDEN

Bij uitkering van de VAD in de vorm van aandelen is het gedeelte van het aandelenkapitaal dat na een bepaalde periode in handen van de VAD-gerechtigden is tevens het gedeelte van de marktwaarde van het eigen vermogen dat in hun handen is.

Bij uitkering van de VAD in VAD-bewijzen ligt dat anders. We dienen dan de marktwaarden van de VAD-bewijzen en van de aan de aandeelhouders toekomende aandelen te bepalen. In hoofdstuk 10 is reeds aangegeven hoe de marktwaarde van het aan de aandeelhouders toekomende aandelenkapitaal kan worden bepaald.

Voor de VAD-bewijzen gaan we ervan uit dat de beleggers deze waarderen op basis van de uit de VAD-bewijzen te ontvangen uitkeringen, waarbij deze uitkeringen gekapitaliseerd worden tegen de relevante gewenste opbrengstvoet.

In het door het kabinet-Den Uyl in 1977 bij de Tweede Kamer ingediende wetsontwerp² is de jaarlijkse vergoeding op de uitstaande VAD-bewijzen gelijk gesteld aan het percentage dat in het betreffende jaar over het eigen vermogen als normale vergoeding wordt berekend. Dit is gelijk aan het effectieve rendement op langlopende staatsleningen in dat jaar, verhoogd met een risico-opslag van twee punten. In hoofdstuk 6 § 8.1. kwamen we tot de conclusie dat deze periodieke vergoeding een redelijke schatting is van het gewenste rendement voor de betreffende VAD-bewijzen.

In het in 1978 door het kabinet-Van Agt bij de Tweede Kamer ingediende wetsvoorstel op de individuele VAD³ wordt bepaald dat de periodieke vergoeding op de krachtens dit wetsvoorstel uitgegeven VAD-bewijzen gelijk is aan het effectieve rendement op langlopende staatsleningen in het jaar waarover de betreffende VAD-bewijzen zijn uitgekeerd, verhoogd met een risico-opslag van één punt. Deze vergoeding is niet gekoppeld aan de winst behaald in de jaren waarover de vergoeding op de VAD-bewijzen moet worden uitgekeerd en is constant gedurende de gehele tijd dat de VAD-bewijzen uitstaan.

In hoofdstuk 6 § 8.2. hebben we beredeneerd dat ook voor deze VAD-bewijzen de periodieke vergoeding een redelijke schatting is van het op dergelijke vermogenstitels gewenste rendement.

Indien de periodieke vergoeding gelijk is aan het gewenste rendement, dan

2. Regeling voor de Vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1976-1977, 13965 no. 2.

3. Regeling van de Vermogensaanwasdeling, Tweede Kamer, zitting 1977-1978, 15007 no. 2.

is de marktwaarde van deze vermogenstitels gelijk aan hun nominale waarde. Dit om dezelfde reden als waarom een obligatie, waarop een interestpercentage wordt betaald, gelijk aan de marktinterestvoet voor een dergelijke lening, à pari zal worden verhandeld. Uitgaande hiervan is het nu mogelijk het aandeel van de VAD-gerechtigden in het eigen vermogen van een onderneming uit te drukken in procenten van de marktwaarde van het eigen vermogen.

Berekening van het relatieve aandeel van de VAD-gerechtigden in de marktwaarde van het eigen vermogen na 25 jaar leidt dan tot de volgende resultaten: (tabel 11.5.)

VAD- voorstel	Uitkeringsvorm van de VAD	Rentabiliteit eigen vermogen vóór belasting	Deel van de overwinst dat als VAD wordt uitgekeerd		
			0,15	0,24	0,50
Den Uyl 1977	Aandelen	40 %	1,4 %	2,2 %	4,9 %
		50 %	2,6 %	4,2 %	9,6 %
	VAD-bewijzen	40 %	0,6 %	1,0 %	2,0 %
		50 %	0,8 %	1,3 %	2,5 %
	VAD-bewijzen, per. verg. 50 % in VAD-bew.	40 %	0,8 %	1,3 %	2,7 %
		50 %	1,1 %	1,6 %	3,1 %
Van Agt 1978	Aandelen	40 %		2,8 %	4,6 %
		50 %		3,9 %	6,8 %
	VAD-bewijzen	40 %		1,0 %	1,6 %
		50 %		1,1 %	1,8 %

Tabel 11.5. Aandeel van de VAD-gerechtigden in de marktwaarde van het eigen vermogen na 25 jaar. Herwaardering 50 %, buitenland 25 %, onbelast 5 %, winstinhouding 40 % en aandelenemissies 2 % per jaar.

Uitgedrukt in procenten van de marktwaarde van het eigen vermogen blijkt de VAD-uitkering in VAD-bewijzen een geringer relatief belang toekomend aan de VAD-gerechtigden tot gevolg te hebben dan uitkering van de VAD in aandelen. Dit is tegengesteld aan de conclusie bij meting van het relatieve belang in procenten van de geherwaardeerde fiscale waarde van het eigen vermogen. Uiteraard wordt dit mede veroorzaakt door de hoge marktwaarden die het gevolg zijn van de hoge rentabiliteit van het eigen vermogen. Bij een lagere rentabiliteit blijkt er echter geen VAD te zijn verschuldigd en is het relatieve belang van de VAD-gerechtigden altijd gelijk aan nul. De hoge markt-

waarden zijn niet het gevolg van een lage disconteringsvoet. Deze wordt nl. endogeen bepaald als functie van de groei van het eigen vermogen en bedraagt bij een rentabiliteit van het fiscale eigen vermogen vóór belasting van 40 en 50 % resp. 15,9 en 17,8 %. (Zie § 10.4.)

De conclusie dat zowel bij het effect op de marktwaarde van de aan de aandeelhouders toekomende aandelen als bij het effect op de financiële structuur, gemeten in marktwaarden, de invloed van de VAD groter is bij uitkering in aandelen dan bij uitkering in VAD-bewijzen is het gevolg van het feit dat VAD-bewijzen nominale waardepapieren zijn, waarop slechts een nominale, naar boven begrensde vergoeding wordt verkregen, terwijl bij uitkering in aandelen de VAD-gerechtigden meedelen in de toekomstige groei van de onderneming.

Slotopmerkingen en samenvatting

12.1. POSITIEVE EFFECTEN VAN DE VERMOGENSAANWASDELING

In de voorgaande hoofdstukken is de mogelijke invloed van de VAD op de financiële structuur van de onderneming en op de waarde van de aandelen besproken. Hierbij hebben we afgezien van enige positieve invloed van de VAD op de ondernemingsresultaten. Het is echter mogelijk dat door de invoering van de VAD de door de ondernemingen behaalde rentabiliteit zal toenemen. Deze toename kan het gevolg zijn van twee factoren. Allereerst zal de betrokkenheid van de werknemers bij de onderneming kunnen toenemen indien zij via de individuele VAD delen in de door de onderneming behaalde resultaten. Ten gevolge hiervan zal de arbeidsproductiviteit en daarmee de rentabiliteit over het geïnvesteerde vermogen kunnen toenemen.

Daarnaast wordt de VAD beschouwd als een instrument voor de afroming van 'superwinsten'. De vakbonden zullen eerder geneigd zijn mee te werken aan een politiek van loonmatiging indien via de VAD de hoge winsten, die bij sterke ondernemingen ten gevolge van de loonmatiging kunnen ontstaan, worden afgeroomd. Ten gevolge van deze loonmatiging kunnen de door de ondernemingen behaalde rendementen weer toenemen.

Door deze stijging van de rendementen kan een eventuele daling van de marktwaarde van de aandelen ten gevolge van de invoering van de VAD geheel of gedeeltelijk teniet worden gedaan. De feitelijke invloed van de VAD op de door de onderneming behaalde rentabiliteit is echter zeer moeilijk te schatten. Aannemelijk is, dat deze invloed groter zal zijn naarmate de VAD ook feitelijk meer voor de werknemers oplevert. Gezien onze schattingen van de mogelijke VAD-opbrengst zal dat niet veel zijn.

12.2. DE INVLOED VAN DE VAD OP DE OMVANG VAN DE INVESTERINGEN

Op basis van financieel-economische criteria zal een investeringsproject door een onderneming in uitvoering worden genomen indien dit project een positieve netto contante waarde oplevert, of indien de interne rentabiliteit van het project tenminste gelijk is aan de vermogenskostenvoet van de onderneming. Dit betekent dat de uit het project te verwachten rentabiliteit ten minste gelijk dient te zijn aan de rentabiliteit die men op basis van de aan het project verbonden onzekerheid uit dat project minimaal wenst te verkrijgen.

Voor zover de in de VAD-voorstellen vastgelegde normale vergoeding over het eigen vermogen niet lager is dan de over het eigen vermogen gewenste rentabiliteit zal de VAD geen invloed hebben op de investeringsbeslissing. In hoofdstuk 6 hebben we de door de verschaffers van het eigen vermogen gewenste rentabiliteit besproken. De conclusie was dat de in de wetsvoorstellen voorgestelde normale vergoeding een redelijke schatting was van de gewenste rentabiliteit.

De normale vergoeding zoals voorgesteld in de wetsontwerpen is echter niet afhankelijk van het (systematische) risico waaraan de onderneming onderhevig is. Ze is slechts gekoppeld aan de algemene rentestand. Dit betekent dat deze vergoeding wel eens te laag kan zijn voor ondernemingen of investeringsprojecten met een hoog (systematisch) risiconiveau. Indien een dergelijk project zonder VAD marginaal zou worden geaccepteerd, dus indien de geboden rentabiliteit niet of nauwelijks hoger is dan de gewenste rentabiliteit, dan is het mogelijk dat het project ten gevolge van de invoering van de VAD niet meer zal worden uitgevoerd. Immers door de invoering van de VAD krijgen anderen dan de verschaffers van het eigen vermogen recht op een deel van de winst, waardoor de rentabiliteit voor de verschaffers van het eigen vermogen iets zal dalen. Ten gevolge van de invoering van de VAD kan echter ook de onzekerheid voor de vermogensverschaffers afnemen waardoor hun gewenste rentabiliteit kan dalen. (Zie § 6.7.) De afname van de rentabiliteit over het eigen vermogen ná belasting toekomend aan de aandeelhouders ten gevolge van de invoering van de VAD, zoals voorgesteld in de in 1978 door het kabinet-Van Agt bij de Tweede Kamer ingediende wetsvoorstellen, is geïllustreerd in tabel 12.1.

Concluderend kunnen we stellen dat het niet waarschijnlijk is dat de VAD een grote invloed zal hebben op de investeringen door de ondernemingen. Slechts voor marginaal geaccepteerde projecten met een hoog (systematisch) risico kan de beslissing ten gevolge van de invoering van de VAD veranderen.

Een eventuele teruggang van de investeringen ten gevolge van de VAD

 Rentabiliteit van het eigen vermogen na belasting

zonder VAD	met VAD
10 %	10 %
11 %	11 %
12 %	11,8 %
13 %	12,6 %
14 %	13,5 %
15 %	14,3 %
16 %	15,1 %
17 %	15,9 %
18 %	16,7 %
19 %	17,5 %
20 %	18,4 %

Tabel 12.1. Rentabiliteit van het eigen vermogen met en zonder VAD, regeling volgens de wetsontwerpen uit 1978, normale vergoeding 11 % en belasting 48 %.

geschiedt derhalve niet op basis van financieel-economische criteria, maar op basis van psychologische factoren, uit te drukken in een, moeilijk meetbare, 'verslechtering van het ondernemingsklimaat'.

12.3. DE VAD ALS BELASTING

Naar alle waarschijnlijkheid zal de VAD door de aandeelhouders en door de leiding van de onderneming worden beschouwd als een nieuwe belasting op de door de onderneming behaalde winst.

Voor de collectieve VAD zoals voorgesteld door de regering-Van Agt zal dit zeker het geval zijn. Dit wetsontwerp is zelfs getiteld: 'Interimwet belasting op vermogensaanwas en collectieve vermogensaanwasdeling.' De collectieve VAD wordt geheven in de vorm van een belasting op de overwinst. Ook voor de individuele VAD geldt echter dat krachtens deze regeling wettelijk verplicht een gedeelte van de overwinst aan anderen dan de eigenaren van de onderneming toevalt. Zeker indien de VAD-uitkering in de vorm van contanten geschiedt, is het hoogst waarschijnlijk dat de VAD als belasting zal worden beschouwd. De omvang van deze belasting is echter beperkt. De collectieve VAD is nl. beperkt tot maximaal 3 % van de fiscale winst. De individuele VAD is beperkt tot maximaal drie procent van het maximaal premieplichtig loon per werknemer, en is bovendien fiscaal aftrekbaar. Als gevolg van de fiscale aftrekbaarheid bedraagt de individuele VAD na belasting maximaal 6,24 %

van de winst ná belasting (12 % van de overwinst minus 48 % belasting). Het totaal van vennootschapsbelasting, collectieve en individuele VAD is dan maximaal $48 + 3 + 6,24 = 57,24\%$ van de winst vóór belasting. Dit percentage kan echter slechts worden behaald indien de gehele winst uit overwinst bestaat, dus indien er geen eigen vermogen aanwezig is.

Indien er wel eigen vermogen aanwezig is, zal dit maximum lager zijn. Zo zal bijvoorbeeld, indien de collectieve en individuele VAD gelijktijdig hun maximum bereiken de gezamenlijke last van vennootschapsbelasting, collectieve en individuele VAD 52,56 % van de fiscale winst bedragen ($0,48 + 0,03 + 0,52 \times 0,03$). Dit zal optreden bij een rentabiliteit van het eigen vermogen na belasting van 21,19 % en een eigen vermogen per werknemer van 122.727 gulden.

De stijging van de gezamenlijke druk van vennootschapsbelasting en VAD is geïllustreerd in tabel 12.2.

Rentabiliteit van het eigen vermogen na belasting		Vennootschapsbelasting plus VAD in procenten van de winst vóór belasting
zonder VAD	met VAD	
11,0 %	11,0 %	48,0 %
12,0 %	11,8 %	48,8 %
13,0 %	12,6 %	49,5 %
14,0 %	13,5 %	50,0 %
15,0 %	14,3 %	50,5 %
16,0 %	15,1 %	51,0 %
17,0 %	15,9 %	51,4 %
18,0 %	16,7 %	51,7 %
19,0 %	17,5 %	52,0 %
20,0 %	18,4 %	52,3 %

Tabel 12.2. Rentabiliteit van het eigen vermogen en totale druk van vennootschapsbelasting van VAD volgens de wetsontwerpen uit 1978 bij een normale vergoeding van 11 % en een belastingtarief van 48 %.

Tabel 12.2. is evenals tabel 12.1. berekend onder de veronderstelling dat de gehele winst in het binnenland wordt behaald, dat er geen vrijgestelde winstbestanddelen zijn en dat het eigen vermogen niet wordt geherwaardeerd.

Afhankelijk van de omvang van de overwinst per werknemer zal de gezamenlijke druk van vennootschapsbelasting en VAD een maximum hebben tussen de 51 en 57,24 %. Voor ondernemingen met een zeer hoge overwinst per werknemer zal nl. de individuele VAD slechts een gering percentage van de

totale winst uitmaken, waardoor de totale druk niet veel hoger zal zijn dan 51 %.

12.4. WIE DRAAGT DE LASTEN VAN DE VAD?

Krachtens de wetsvoorstellen betreffende de VAD krijgen bepaalde groepen van de bevolking aanspraken en rechten die zij zonder de VAD niet zouden hebben gehad. Dit betekent dat dat ten laste moet gaan van andere delen van de bevolking. We kunnen een aantal groepen aanwijzen die uiteindelijk de VAD zullen moeten opbrengen.

Allereerst zal de individuele VAD-uitkering voor ongeveer de helft ten laste komen van de overheid, dus van de hele gemeenschap, via de fiscale aftrekbaarheid van deze uitkeringen.

Ten tweede zullen de ondernemingen proberen de extra lasten van de VAD via een verhoging van hun marges proberen door te berekenen in de verkoopprijzen van hun produkten. Deze afwenteling is een bekend verschijnsel dat zich blijkt voor te doen bij alle fiscale maatregelen. Voor zover de ondernemingen in deze afwenteling zullen slagen, wordt de VAD betaald door de consumenten.

Indien en voor zover de VAD niet wordt betaald door de fiscale faciliteiten, of via prijsstijgingen op de consumenten wordt afgewenteld, bestaat nog de mogelijkheid dat ze door de werknemers wordt opgebracht. Dit zal met name het geval zijn indien de vakbonden ten gevolge van het bestaan van een VAD-regeling hun looneisen zullen matigen of indien de arbeidsproductiviteit ten gevolge van de grotere betrokkenheid van de werknemers zal toenemen.

Indien er dan nog een daling van de aan de aandeelhouders toekomende winsten resteert, zal dat tot gevolg hebben dat er een eenmalige daling van de waarde van hun aandelen zal optreden. De waarde van hun aandelen kan immers worden beschouwd als de contante waarde van de uitkeringen die zij uit het bezit van die aandelen kunnen verwachten. De mogelijke omvang van de waardedaling ten gevolge van de invoering van de VAD hebben we besproken in hoofdstuk 10. Daar hebben we overigens geen rekening gehouden met de, moeilijk te kwantificeren, gevolgen van de mogelijke afwenteling in de prijzen, loonmatiging en stijging van de produktiviteit. Nieuwe investeringen en beleggingen zullen door de vermogensverschaffers slechts gedaan worden indien zij uit deze investeringen een rentabiliteit, na aftrek van VAD-uitkeringen, zullen ontvangen die tenminste gelijk is aan de door hun minimaal gewenste rentabiliteit.

12.5. DE GESCHIEDENIS VAN DE VAD IN NEDERLAND

Hoewel er al sinds 1945 in Nederland voorstellen worden gedaan om de werknemers te laten delen in de toename van het ondernemingsvermogen, is er nog steeds geen algemene regeling daarvoor van kracht.

In hoofdstuk 2 hebben we de belangrijkste voorstellen besproken die op dit gebied na de Tweede Wereldoorlog in Nederland zijn gedaan. Bij deze bespreking hebben we het accent gelegd op de bedrijfseconomische aspecten van de verschillende voorstellen, met name op de bepaling van de overwinst.

In het tijdvak na de Tweede Wereldoorlog zijn twee perioden van grote activiteit op het gebied van VAD-voorstellen te onderscheiden.

De eerste periode begon in 1964 naar aanleiding van een rapport opgesteld door een commissie uit de drie vakcentrales. De aanleiding voor het verschijnen van dit rapport was dat, ten gevolge van de geleide loonpolitiek van na de oorlog, de ondernemingen in staat waren geweest om hoge winsten te behalen en zo tot een grote kapitaalaccumulatie te komen. In deze toename van het produktieve vermogen hadden de werknemers geen deel, terwijl zij deze door de matiging van de looneisen mede mogelijk hadden gemaakt. De gedachte ging toen uit naar overeenkomsten met een privaatrechtelijk karakter waarbij de werknemers ondernemings- of bedrijfstaksgewijs zouden delen in de door de ondernemingen behaalde overwinsten.

De tweede periode van grote activiteit op het gebied van VAD-voorstellen begon in 1975 met het verschijnen van de Interimnota Inkomensbeleid. Door de economische recessie, ten gevolge van de energiecrisis achtte men de noodzaak aanwezig te komen tot een matiging van de looneisen van de werknemers. Om nu te voorkomen dat dit slechts zou leiden tot een stijging van de winsten voor de aandeelhouders van de sterke bedrijven, wilde men via een wettelijke regeling een deel van de overwinst laten toekomen aan de werknemers. Een deel daarvan zou aan de individuele werknemers van de betreffende ondernemingen, en een ander deel zou aan alle werknemers te zamen, dienen toe te vallen. Tot nu toe is men er nog niet in geslaagd een VAD-regeling van kracht te laten worden.

In hoofdstuk 4 hebben we de mogelijke VAD-opbrengst voor een representatieve fictieve onderneming voor de belangrijkste VAD-voorstellen gekwantificeerd. Het bleek dat de opbrengst volgens de verschillende voorstellen steeds lager werd naarmate het een meer recent voorstel betrof. Daarnaast bleek er ook bij redelijk hoge winsten niet of nauwelijks VAD door de ondernemingen te zijn verschuldigd.

12.6. DE BEPALING VAN DE OVERWINST

Krachtens de VAD delen de werknemers in de door de ondernemingen behaalde overwinsten. De overwinst is daarbij de winst na aftrek van een normale vergoeding over het in de onderneming geïnvesteerde eigen vermogen. Dit betekent dat ten behoeve van de VAD het percentage van de normale vergoeding en de omvang van zowel de winst als van het eigen vermogen dienen te worden vastgesteld.

In hoofdstuk 6 hebben we de hoogte van de normale vergoeding besproken. In de wetsvoorstellen betreffende de VAD wordt deze normale vergoeding gesteld op het effectieve rendement op langlopende staatsleningen, verhoogd met een risico-opslag van twee resp. drie punten. Op basis van binnen- en buitenlandse onderzoeken en cijfers bleek dit, globaal, een redelijke schatting te zijn van de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit. Voorts werd beredeneerd dat de invloed van de invoering van een VAD-regeling op de door de aandeelhouders gewenste rentabiliteit slechts zeer gering zal zijn.

Ook de hoogte van de periodieke vergoeding op de krachtens de VAD-wetsvoorstellen uit te geven VAD-bewijzen, zoals vastgelegd in de wetsontwerpen, bleek een redelijke benadering te zijn voor het door de beleggers voor dit type waardepapieren vereiste rendement.

In hoofdstuk 7 hebben we de eigenlijke bepaling van de overwinst besproken. Een zeer belangrijk discussiepunt is daarbij de vraag of door de berekening van een normale vergoeding, waarbij het percentage een inflatiecomponent bevat, over een geherwaardeerd eigen vermogen een dubbeltelling optreedt. Beredeneerd werd dat dat niet het geval is. Wel is er sprake van een te hoge normale vergoeding voor zover de fiscale winst op substantialistische wijze wordt bepaald. Dit is met name het geval bij toepassing van substantiaalistische voorraadwaarderingssystemen, zoals de ijzeren voorraad of het lifo-systeem.

Daarnaast is de normale vergoeding te hoog omdat bij de bepaling van de geherwaardeerde waarde van het eigen vermogen geen rekening wordt gehouden met de fiscale latentie die op deze herwaardering drukt. Aldus ontvangen de verschaffers van het eigen vermogen ook een normale vergoeding over deze latente belastingschuld. Tenslotte leiden ook de verwerking van de investeringsaftrek, de vervroegde afschrijvingen (beide tot 24 mei 1978) en de premies krachtens de Wet op de Investeringsrekening (sinds 24 mei 1978) tot een te lage waarde voor de overwinst. Het bleek mogelijk om het in de wetsvoorstellen gehanteerde overwinstbegrip voor deze tekortkomingen aan te passen. Hiertoe zijn dan wel enkele extra gegevens benodigd. Daarnaast hebben we

ook een alternatieve wijze van overwinstbepaling gegeven, die uitgaat van de mutatie in de reële waarde voor de aandeelhouders, voor welke methode van overwinstbepaling geen extra gegevens benodigd zijn. Bij deze methode bleek ook het probleem van de stille reserves gemakkelijk oplosbaar.

Toepassing van dit overwinstbegrip bleek, i.t.t. de in de wetsvoorstellen voorgestelde regeling, voor de representatieve fictieve onderneming tot VAD-plichtige overwinst te leiden.

12.7. DE OMVANG VAN DE VAD-AFDRACHT DOOR DE ONDERNEMING

In hoofdstuk 9 hebben we nagegaan welke de feitelijke omvang kan zijn van de door een onderneming af te dragen VAD. We hebben deze uitgedrukt in procenten van de voor de aandeelhouders beschikbare winst en van de (geherwaardeerde) waarde van het eigen vermogen. Vergeleken werd de mogelijke VAD-opbrengst volgens de drie meest recente voorstellen in het eerste en het elfde jaar na invoering van de VAD. Ondanks een toename in het percentage van de overwinst dat in de drie voorstellen (resp. van het kabinet-Den Uyl uit 1977, formateur Albeda tijdens de kabinetsformatie in 1977 en het kabinet-Van Agt uit 1978) aan VAD dient te worden uitgekeerd, bleek de feitelijke daling in de aan de aandeelhouders toekomende winst ongeveer gelijk te zijn. Dit wordt met name veroorzaakt door de fiscale aftrekbaarheid van de individuele VAD-uitkeringen in de twee meest recente voorstellen.

Bij hogere rentabiliteiten en afdrachtpercentages levert het meest recente VAD-voorstel (van het kabinet-Van Agt uit 1978) echter het minste op, doordat dan de beperking van de collectieve VAD tot drie procent van de fiscale winst en de beperking van de individuele VAD tot maximaal drie procent van het maximaal premieplichtig loon per werknemer effectief worden. Bij alle drie de voorstellen is er slechts bij zeer hoge rentabiliteiten en bij hoge VAD-afdrachtpercentages sprake van een VAD van enige omvang. De opbrengst zal verder sterk dalen naarmate een groter deel van de winst in het buitenland wordt behaald, naarmate een groter deel van de winst fiscaal is vrijgesteld en naarmate de herwaardering van het eigen vermogen groter is. Vooral deze herwaardering blijkt van grote invloed op de omvang van de feitelijke VAD-opbrengst. Vooral in de eerste tien jaren na invoering van de VAD leidt de herwaardering van het eigen vermogen, via de verrekening van het op het moment van invoering van de VAD aanwezige verschil tussen de geherwaardeerde en de fiscale waarde van het eigen vermogen, tot een sterke vermindering van de VAD-opbrengst.

12.8. DE INVLOED VAN DE VAD OP DE WAARDE VAN DE AANDELEN EN OP DE FINANCIËLE STRUCTUUR VAN DE ONDERNEMING

Met behulp van een computerprogramma hebben we de mogelijke invloed van de VAD op de waarde van de aandelen en de financiële structuur van de onderneming bepaald. Uitgaande van de veronderstelling dat de waarde van de aandelen gelijk is aan de contante waarde van de uit die aandelen te ontvangen dividenden zijn voor de drie meest recente VAD-voorstellen formules afgeleid voor de waarde van de aandelen. De formules zijn afgeleid voor de verschillende vormen waarin de VAD kan worden voldaan (aandelen, VAD-bewijzen of contanten). Met behulp hiervan is het mogelijk de invloed van de VAD op de waarde van de aandelen voor de verschillende voorstellen en verschillende uitkeringsvormen te bepalen. De berekeningen zijn uitgevoerd voor verschillende waarden voor de rentabiliteit van het eigen vermogen, de herwaardering, het aandeel van de winst behaald in het buitenland, het deel van de winst dat niet belast wordt, de winstinhoudingsquote en de externe groei van het eigen vermogen via aandelenemissies. Voor niet onwaarschijnlijke waarden voor de verschillende variabelen bleek het effect van de VAD op de waarde van de aandelen voor alle drie de VAD-voorstellen zeer gering te zijn, waarbij het effect voor de latere voorstellen geringer is dan bij de eerdere. Uitkering van de VAD in de vorm van contanten of aandelen bleek een grotere invloed te hebben dan uitkering in de vorm van VAD-bewijzen. De daling van de waarde van de aandelen bleek het geringst te zijn bij uitkering van de VAD in de vorm van VAD-bewijzen, wanneer de periodieke vergoeding daarop voor de helft in de vorm van nieuwe VAD-bewijzen wordt voldaan.

Bij de regeling volgens het wetsvoorstel uit 1978 is het zelfs mogelijk dat, bij uitkering van de VAD in de vorm van VAD-bewijzen, de waarde van de aandelen toeneemt. Dit wordt veroorzaakt doordat zowel de uitkering van de VAD-bewijzen als de betaling van de periodieke vergoeding daarop fiscaal aftrekbaar is.

Met behulp van de computermodellen hebben we ook de invloed van de VAD op de financiële structuur bepaald. Dit is beschreven in hoofdstuk 11. Met name hebben we het aandeel bepaald van de VAD-gerechtigden in het eigen vermogen van de onderneming na 10 en na 25 jaar. Gemeten in procenten van de intrinsieke waarde van het eigen vermogen blijkt het aandeel van de VAD-gerechtigden hoger te zijn bij uitkering van de VAD in de vorm van VAD-bewijzen dan bij uitkering in de vorm van aandelen, en het hoogst indien de periodieke vergoeding op de VAD-bewijzen wordt uitgekeerd in de vorm van nieuwe VAD-bewijzen. Gemeten in procenten van de rentabiliteitswaarde van

het eigen vermogen blijkt uitkering in de vorm van aandelen het grootste relatieve belang voor de VAD-gerechtigden op te leveren.

Vooraf ten gevolge van de beperking tot bepaalde maxima van zowel de individuele als de collectieve VAD-uitkering is het relatieve belang toekomend aan de VAD-gerechtigden na een bepaalde periode het laagst bij het voorstel van het kabinet-Van Agt uit 1978. Dit geldt vooral bij een effectief worden van deze begrenzingsen, nl. bij een hoge rentabiliteit of bij uitkering van een groot gedeelte van de overwinst.

Overigens blijkt ook nu weer dat de rentabiliteit van het eigen vermogen zeer hoog moet zijn, wil de VAD werkelijk leiden tot een belang van enige omvang voor de VAD-gerechtigden.

12.9. DE VAD EN DE INFLATIENEUTRALE BELASTINGHEFFING

Bij een herziening van het stelsel van de belastingheffing zoals voorgesteld door prof. mr. H. J. Hofstra veranderen ook de fiscale winst en het fiscale eigen vermogen van de onderneming. De voorstellen betreffende de VAD gaan uit van een overwinstbepaling die is gebaseerd op de fiscale winst en het fiscale vermogen. In hoofdstuk 8 hebben we de gevolgen van het systeem van inflatieneutrale belastingheffing besproken en aangegeven hoe, uitgaande daarvan, de overwinst en de VAD kunnen worden bepaald. Een en ander hebben we toegepast op de cijfers van de fictieve representatieve onderneming waarvoor we eerder (in hoofdstuk 4 en 7) de VAD bij de verschillende voorstellen en systemen van overwinstbepaling hebben berekend.

12.10. DE VAD IN EEN AANTAL ANDERE LANDEN

In hoofdstuk 3 hebben we een korte beschrijving gegeven van enkele regelingen en plannen in een aantal Europese landen, welke plannen erop gericht zijn de werknemers een belang in de ondernemingen te doen verkrijgen. Beschreven zijn voorstellen, plannen en regelingen in Frankrijk, Duitsland, Denemarken, Engeland en Zweden.

Het enige systeem dat te typeren is als een systeem van vermogensaanwasdeling, zoals gedefinieerd in hoofdstuk 1, is het Franse systeem. Dit systeem is dan ook nog slechts te typeren als een VAD-voorstel in de ruime zin, aangezien de uitkeringen daarbij in de vorm van contanten geschieden.

Alle andere systemen betreffen bovendien slechts voorstellen. Het Franse is

het enige dat reeds in werking is, en wel sinds 1967. Wel bestaat er een aantal regelingen krachtens welke fiscale faciliteiten worden geboden indien de ondernemingen via vrijwillige overeenkomsten de werknemers laten delen in de winst of het vermogen van de onderneming.

12.11. DE VAD-OPBRENGST VOOR ALLE ONDERNEMINGEN TE ZAMEN

In hoofdstuk 5 hebben we een schatting gemaakt van de totale opbrengst van de VAD-regelingen zoals voorgesteld in de VAD-wetsontwerpen. Voor de eerder gemaakte schattingen, die opgenomen waren in de toelichting op de door het kabinet-Den Uyl ingediende wetsvoorstellen, kwamen we tot de conclusie dat deze waarschijnlijk te hoog zijn, met name door een onderschatting van de invloed van de herwaardering van het eigen vermogen.

Ook voor de in 1978 door het kabinet-Van Agt ingediende voorstellen komen we tot een lagere schatting dan de regering in de toelichting op de wetsontwerpen vermeldt.

Wij schatten de opbrengst van de collectieve VAD op ongeveer 160 miljoen gulden tegen de regering 150 à 200 miljoen gulden, terwijl onze schatting voor de individuele VAD ongeveer 40 miljoen gulden bedraagt tegen 60 à 70 miljoen volgens de regering. Al deze cijfers hebben betrekking op het jaar 1977, het eerste jaar waarvoor de VAD-regelingen van kracht zouden worden.

We moeten hierbij wel opmerken dat de schattingen aan zeer grote onzekerheid onderhevig zijn. Dit wordt veroorzaakt door het ontbreken van de benodigde gegevens. Zo dateren de meest recente gegevens betreffende de fiscale winsten en vermogens van ondernemingen nog steeds van 1970. Verder zijn er geen cijfers bekend betreffende de leeftijdsopbouw van de activa van de ondernemingen en de mate waarin gebruik wordt gemaakt van voorraadwaarderingssystemen, zoals het systeem van de ijzeren voorraad of het lifosysteem. Dit heeft tot gevolg dat het onmogelijk is een betrouwbare schatting te maken van de omvang van de herwaardering van het eigen vermogen in het kader van de VAD, terwijl dit een van de belangrijkste bepalende factoren voor de uiteindelijke VAD-opbrengst is. Nader onderzoek zou zich daarom vooral daarop moeten richten.

12.12. SLOTOPMERKING: HEEFT DE INVOERING VAN EEN VAD ZOALS DOOR DE REGERING VOORGESTELD WEL ZIN?

In het voorgaande hebben we een aantal bedrijfseconomische aspecten van de in Nederland voorgestelde VAD-regelingen besproken. De uiteindelijke beslissing om over te gaan tot invoering van een wettelijk verplichte VAD is en blijft een politieke beslissing. Wij kunnen daarbij slechts de mogelijke gevolgen pogen te kwantificeren en vanuit de bedrijfseconomie een aantal kanttekeningen maken.

Wij hebben echter grote twijfels aan de zin van een VAD zoals door de regering is voorgesteld. Allereerst wijzen de ontwikkeling van de arbeidsinkomensquote en de ontwikkeling in de beurskoersen van de aandelen gedurende de laatste jaren niet bepaald op de aanwezigheid van grote overwinsten die afgeroomd zouden moeten worden. Ook uit onze pogingen tot kwantificering van de VAD bleek dat de te verwachten totale opbrengst gering is. Ook de door de regering gepubliceerde schattingen van de totale opbrengst zijn niet bepaald hoog.

Daar komt nog bij dat de voorgestelde regelingen ruime administratieve inspanningen vereisen. Zo dient er ten behoeve van de bepaling van de overwinst jaarlijks een herwaardering van de activa plaats te vinden. Hieraan zijn nogal wat technische bezwaren verbonden. De kritiek op de technische vormgeving van de VAD-wetsontwerpen komt niet alleen uit liberale hoek. Zo noemde Hofstra het VAD-wetsontwerp van het kabinet-Den Uyl: 'onrijp, ondoordacht en technisch gebrekkig'.¹ Ook door De Kam en Vermeend werd dit wetsontwerp op technische gronden afgewezen.² Ook op de wetsontwerpen van het kabinet-Van Agt hebben deze laatsten nogal wat kritiek.³ Veel technische kritiek op de wetsontwerpen is ook gegeven door dr. N. Nobel in een aantal artikelen in het Financieele Dagblad.⁴

Gelet op de geringe opbrengst van de VAD en de technische problemen is het veel efficiënter om te proberen de middelen voor de beoogde doelen, nl.

1. H. J. Hofstra, *Socialisme en VAD, Socialisme en Democratie*, 1976 no. 11, pag. 512.

2. C. A. de Kam en W. A. Vermeend, *Het ontwerp van Wet op de vermogensaanwasdeling*, *Nederlands Juristenblad*, 1976 no. 31.

3. C. A. de Kam, W. A. Vermeend, *Een nieuw ontwerp van Wet op de vermogensaanwasdeling*, *Nederlands Juristenblad*, 1978 no. 28;

C. A. de Kam, W. A. Vermeend, *Twee wetsontwerpen inzake vermogensaanwasdeling*, *Nederlands Juristenblad*, 1979 no. 24.

C. A. de Kam, W. A. Vermeend, *Een levensvatbare vermogensaanwasdeling*, *Socialisme en Democratie*, 1979 no. 11.

4. Verschenen in *Het Financieele Dagblad* dd. 14, 16/18, 20, 21 en 27 december 1978.

bezitsvorming van de werknemers en verbetering van de pensioenen, op een technisch eenvoudiger wijze verkrijgen.

Het merendeel van de totale VAD-opbrengst blijkt nl. afkomstig van een klein gedeelte van het bedrijfsleven, nl. de aardgassector. Men zou nu bijv., in plaats van een algemene collectieve VAD, een extra heffing kunnen leggen op de winsten van de ondernemingen die in de aardgassector werkzaam zijn. De opbrengst daarvan kan men dan aanwenden voor het doel waarvoor men nu de collectieve VAD wil bestemmen: de verbetering van de pensioenen van de werknemers.

Voor de individuele VAD zou men aansluiting kunnen zoeken bij de fiscale gegevens betreffende de winst en het vermogen van de ondernemingen. Daarmee willen we niet zeggen dat aan de hantering van deze gegevens geen bezwaren zijn verbonden, maar gezien de geringe totale opbrengst van de individuele VAD lijkt het zeker niet verantwoord om daarvoor een geheel nieuw waarderingssysteem op te zetten. Het is in dit verband misschien beter om te wachten op de invoering van een systeem van inflatieneutrale belastingheffing zoals voorgesteld door prof. mr. H. J. Hofstra.

Literatuur

- Aartsen, J. J. van, *Vermogensaanwasdeling*, Prof. Mr. B. M. Telderstichting, Den Haag, 1975.
- Amsterdam-Rotterdam Bank, *Kerngetallen van Nederlandse effecten*, 1966-1977.
- Arkel, J. van, *Nederland: aardgas en kernenergie*, Amsterdam 1976.
- Bakker, O., *Bedrijfshuishoudkunde deel III*, Purmerend, 1947.
- Bartlema, S. en P. C. G. van der Straaten, Risicopremie en vermogensaanwasdeling, *Intermediair*, 12 november 1976.
- Black, F., M. C. Jensen en M. Scholes, The Capital-Asset-Pricing-Model: some empirical tests, in: M. C. Jensen ed., *Studies in the theory of capital markets*, New York, 1972.
- Blom, F. W. C., Moet vermogensaanwasdeling overwinstafoming worden?, *Economisch Statistische Berichten* no. 3023, 15-10-1975.
- Blume, M. E., Betas and their regression tendencies, *Journal of Finance*, June 1975.
- Boer, P. den, *Vermogensaanwasdeling: een verkenning in het randgebied van belastingheffing en eigendomsbescherming*, Deventer, 1976.
- Bol, H. H. J., en J. Porte, *Vermogensaanwasdeling en middenbedrijf*, Rabobank, 1978 no. 1.
- Bosman, H. W. J., T. C. Braakman en J. Varkevisser, *VAD ter sprake*, Stichting Maatschappij en Onderneming, discussie no. 4, Scheveningen, 1975.
- Bosse, D. M. van, Wat is de VAD?, in *VAD ter sprake*, Scheveningen, 1975.
- Bouma, J. L., *Leerboek der bedrijfseconomie deel II, de theorie van de financiering van ondernemingen*, Wassenaar, 1971.
- Brezet, J. C., Het winstbepalingsstelsel Hofstra, *De Naamloze Vennootschap*, 56, no. 5, mei 1978.
- Brigham, E. F., en M. J. Gordon, Leverage, dividend policy and the cost of capital, *Journal of Finance*, 23, maart 1968.

Centraal Bureau voor de Statistiek,

- *Maandstatistiek van de prijzen* 1977;
- *Maandstatistiek van het financiewezen* 1970 t.m. 1979;
- *Maandstatistiek voor de bouwnijverheid* 1977;
- *Nationale rekeningen* 1973 en 1977;
- *Statistiek van balans en resultatenrekening van beurs-n.v.'s* 1975, 1976 en 1977;
- *Statistisch zakboek* 1974, 1976, 1977 en 1978;
- *Winststatistiek van naamloze vennootschappen en andere rechtspersoonlijkheid bezittende ondernemingen*, 1970, grotere ondernemingen.

Centraal Plan-Bureau,

- *Centraal economisch plan* 1974, Den Haag, 1974;
- *Centraal economisch plan* 1978, Den Haag, 1978;
- *De Nederlandse economie in 1970*, Den Haag, 1966;
- *De Nederlandse economie in 1973*, Den Haag, 1970;
- *De Nederlandse economie in 1980*, Den Haag, 1976;

- *Macro-economische verkenningen* 1976, Den Haag, 1975;
 - *Macro-economische verkenningen* 1978, Den Haag, 1977;
 - *Vermogensaanwasdeling: institutionele en kwantitatieve aspecten*, Den Haag, 1965.
- Commissie bezitsspreiding:
- *Het vraagstuk der winstdeling*, Den Haag, 1952;
 - *Bevordering van bezitsvorming door sparen*, Den Haag, 1955;
 - *Aandeelhoudersrechten van werknemers*, Den Haag, 1958.
- Cuyper, G. F. de, *Bezitsvorming voor werknemers*, Antwerpen, 1968.
- Danish Labour News*, Economic Democracy, Proposal for a wage-earners' profit and investment fund, Copenhagen, december 1970, no. 66.
- Diepenhorst, A. I., en P. W. Moerland, Kanttekeningen bij de individuele en collectieve VAD, *De naamloze vennootschap*, december 1978.
- N.V. D.S.M., *jaarverslagen 1966 en 1974*.
- Duffhues, P. J. W., Achtergestelde lening en rentabiliteitsneutraliteit, *Bank- en effectenbedrijf*, juni/juli 1978.
- Duffhues, P. J. W., De risicolening als substituut voor de achtergestelde lening, *Bank- en effectenbedrijf*, augustus 1978.
- Duffhues, P. J. W., Interesttarieven, kostenvoeten en de rentabiliteit van ondernemingen, *Economisch Statistische Berichten*, 12 december 1979.
- Duffhues, P. J. W., Risicolening op basis van 'economische' vermogensaanwas, *Elseviers Weekblad*, 12 januari 1980.
- Europese Gemeenschappen*, Deelneming van de werknemers in de vermogensvorming, rapport van de commissie van de Europese Gemeenschappen, Brussel, 1979.
- Eijgenhuijsen, H. G., *Risico en rendement van aandelenportefeuilles*, Leiden, 1977.
- Fama, E. F., Risk, return, and equilibrium, *Journal of Finance*, maart 1968.
- Fama, E. F., en J. D. Macbeth, Risk, return and equilibrium: empirical tests, *Journal of Political Economy*, mei-juni 1973.
- Het Financieele Dagblad*, Albeda publiceert akkoord over wetsontwerp vermogensaanwasdeling, 29 juli 1977.
- Het Financieele Dagblad*, Van Agt: VAD voorwaarde voor matiging op langere termijn, 8 november 1979.
- Geppaart, Ch. P. A., Een fiscaal onaantvaardbare vermogensaanwasdeling, *Weekblad voor fiscaal recht*, 10 maart 1977.
- Geraets, J. W. H. M., De wettelijke regeling van de VAD in Frankrijk, *De naamloze vennootschap*, april 1975.
- Gheysens, L., B. Regidor, L. Vanthienen, Cost of equity capital of 185 Belgian companies, *Tijdschrift voor economie en management*, XXIV no. 1, januari 1979.
- Gheysens, L., B. Regidor, en L. Vanthienen, Cost of equity estimation of companies in Belgium, France, Germany, The Netherlands, Spain, Sweden and U.K.: some empirical results, *Tijdschrift voor economie en management*, XXIV no. 1, januari 1979.
- Gordon, M. J., en E. Shapiro, Capital equipment analysis, the required rate of profit, *Management Science*, oktober 1956.
- Gordon, M. J., *The investment, financing and valuation of the corporation*, Homewood, Illinois, 1962.
- Grinten, W. C. L. van der, Het VAD-ontwerp, *De naamloze vennootschap*, maart 1977.
- Hellema, H. J., De ondoordachte VAD, *Intermediair*, 27 augustus 1976.
- Hellema, H. J., Het discutabele VAD-ontwerp, herziene versie: bijdrage tot de oordeelsvorming van Kamerleden, *Intermediair*, 25 februari 1977.

- Hofstra, H. J., Socialisme en v.a.d., *Socialisme en Democratie*, 1976 no. 11.
- Hofstra, H. J. *Inflatieneutrale belastingheffing*, rapport uitgebracht aan de minister van Financiën, Den Haag, 1978.
- Horne, J. C. van, *Financial management and policy*, Fourth edition, London, 1977.
- Ibbotson, R. G., en R. A. Sinquefeld, Stocks, bonds, bills and inflation: year by year historical returns (1926-1974), *Journal of Business*, 49 no. 1, januari 1976.
- Ibbotson, R. G., en R. A. Sinquefeld, Stocks, bonds, bills and inflation: updates, *Financial Analyst Journal*, juli-augustus 1979.
- Interimnota Inkomensbeleid*, Den Haag, 1975.
- Jensen, M. C., Capital markets, theory and evidence, *The Bell Journal of economics and management science*, 1972.
- Jong, S. E. de, Vervangingswaardeler en financiering, of, op wie worden de gevolgen van prijsstijgingen afgewenteld. Opgenomen in de bundel *Geld en Onderneming*, Leiden, 1976.
- Jong, S. E. de, Inflatie en de financiële structuur van ondernemingen, I en II, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, november en december 1977.
- Kam, C. A. de en W. A. Vermeend, Het ontwerp van wet op de vermogensaanwasdeling, *Nederlands Juristenblad*, 1976 no. 31.
- Kam, C. A. de, en W. A. Vermeend, Een nieuw ontwerp van wet op de vermogensaanwasdeling, *Nederlands Juristenblad*, 1978 no. 28.
- Kam, C. A. de, en W. A. Vermeend, Twee wetsontwerpen inzake vermogensaanwasdeling, *Nederlands Juristenblad*, 1979 no. 24.
- Kam, C. A. de, en W. A. Vermeend, Een levensvatbare vermogensaanwasdeling, *Socialisme en Democratie*, 1979 no. 11.
- Katholieke Arbeiders Beweging, *De aanspraak der arbeiders op een aandeel in de investeringen*, rapport van de commissie ingesteld door het wetenschappelijk adviesbureau van de K.A.B., Utrecht, 1952.
- Klaassen, J., *De vervangingswaarde*, Alphen aan den Rijn, 1975.
- Levy, H., en M. Sarnat, *Capital investment and financial decisions*, London, 1978.
- Lintner, J., Security prices and maximal gains from diversification, *Journal of Finance*, december 1965.
- Mao, J. C. T., *Quantitative analysis of financial decisions*, London, 1969.
- Markowitz, H. M., Portfolio selection, *Journal of Finance*, maart 1952.
- Markowitz, H. M., *Portfolio selection, efficient diversification of investments*, New York, 1959.
- Meidner, R., *Employee investment funds*, London, 1978. —
- Meijers, H., Vermogensaanwasdeling en de financiële structuur van de onderneming, *Economisch Statistische Berichten*, 16 maart 1977.
- Meijers, H., Vermogensaanwasdeling en de waarde van de aandelen, *Economisch Statistische Berichten*, 30 november 1977.
- Meijers, H., Zit er nog iets in de v.a.d., *Economisch Statistische Berichten*, 7 februari 1979.
- Meijers, H., Overwinstbepaling en vermogensaanwasdeling, Opgenomen in de bundel 'Financiering en Belegging, stand van zaken anno 1979', Tilburg, 1979.
- Mossin, J., Equilibrium in a capital asset market, *Econometrica*, oktober 1966.
- De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1972*, Amsterdam, 1973.
- De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1978*, Amsterdam, 1979.
- Niessen, R. E. C. M., Effecten van vermogensaanwasdeling, *Weekblad voor fiscaal recht*, 1 december 1977.

- Niessen, R. E. C. M., Een nieuw hoofdstuk in de geschiedenis van de VAD, *Weekblad voor fiscaal recht*, 8 februari 1979.
- Nobel, N., VAD krijgt ook indirecte terugwerkende kracht, *Het Financieele Dagblad*, 11 augustus 1976.
- Nobel, N., Het papieren huis van de VAD, I, II en III, *Het Financieele Dagblad*, 10, 11/13 en 15 september 1976.
- Nobel, N., Wetsontwerp VAD gewijzigd, I, II, III en IV, *Het Financieele Dagblad*, 12/14, 15, 16 en 17 februari 1977.
- Nobel, N., De nieuwe wetsontwerpen VAD, I, II, III, IV en V, *Het Financieele Dagblad*, 14, 16/18, 20, 21 en 27 december 1978.
- Partij van de Arbeid, *De weg naar de vrijheid, een socialistisch perspectief*, rapport van de plancommissie van de P.v.d.A., Amsterdam, 1951.
- Presse und Informationsamt der Bundesregierung, *Grundlinien eines Vermögensbeteiligungs-gesetzes*, Bonn, 30 januari 1974.
- Reynaerts, W. H. J., *Het investeringsloon als instrument van bezitsvormingsbeleid*, Leiden, 1975.
- Rhijn, A. A. van, Vermogensaanwasdeling in Frankrijk, *Economisch Statistische Berichten*, 27 september 1967.
- Rhijn, A. A. van, Vermogensaanwasdeling: een uitvoerbaar plan?, *Intermediair*, 7 februari 1975.
- Ridder, W. de, Het fonds voor VAD: een aanwinst voor de geld- en kapitaalmarkt?, *Bank- en effectenbedrijf*, september 1976.
- Rietkerk, G., De beloning voor het eigen vermogen in het kader van de VAD, *De naamloze vennootschap*, november 1975.
- Rietkerk, G., *Onderneming en vermogensmarkt*, Leiden, 1977.
- Rijnvos, C. J., VAD-obligatie biedt bedrijf en werknemer meer dan VAD-aandeel, *Elseviers Weekblad*, 20 oktober 1979.
- Romme, C. P. M., en J. R. M. van den Brink, *Verbreiding van privaats-eigendom*, Amsterdam, 1945.
- Rooyen, M. J. van, Fiscale winst als basis nemen voor VAD-regeling, I, II, III, en IV, *Het Financieele Dagblad*, 24, 26, 27 en 28 februari/1 maart 1979.
- Scheffer, C. F., Bezitsvorming door vermogensaanwasdeling, I, II en III, *Het Financieele Dagblad*, 4,5 en 6 augustus 1964.
- Schroeff, H. J. van der, *Bedrijfs-economische grondslagen van de winstbepaling*, Amsterdam, 1975.
- Sharpe, W. F., Capital asset prices, a theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, september 1964.
- Slooff, F. L. G., *Vermogensaanwasdeling*, Alphen aan den Rijn, 1969.
- Slooff, F. L. G., Het ontwerp van wet op de vermogensaanwasdeling, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-huishoudkunde*, december 1976.
- Slooff, F. L. G., Betekenis van VAD, winstdeling en investeringsloon voor midden- en klein-bedrijf, *Bedrijfskunde*, 1977 no. 2.
- Slooff, F. L. G., Betrekken werknemers bij winst en vermogen in een groot aantal landen, *Sociaal Economisch Management*, 19 augustus 1978.
- Slot, R., en R. M. Vijn, *De ontwikkeling van het winstbegrip, van nominalisme naar 'inflation accounting'*, Leiden, 1979.
- Sneep, K., Vermogensaanwasdeling en onderneming, *Maatschappijbelangen*, 1976 no. 10.
- Sociaal Economische Raad, *Advies inzake de vermogensaanwasdeling en andere instrumenten van bezitsvormingsbeleid*, Den Haag, 1968.
- Sociaal Economische Raad, *Advies inzake de door de regering voorgestelde vermogensaanwasdeling*, Den Haag, 1975.

Soest, A. J. van, *Belastingen, inkomstenbelasting, vermogensbelasting, vennootschapsbelasting*, Arnhem, 1977.

Tiemstra, N., Overpeinzingen bij de voorgestelde vermogensaanwasdeling, *Tijdschrift voor vennootschappen, verenigingen en stichtingen*, 1975 no. 6.

Traas, L., *Het investerings- en financieringsplan van de onderneming*, Alphen aan den Rijn, 1968.

Traas, L., De kritische rentabiliteit van internationale concerns, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, jaargang 43 no. 4.

Traas, L., De VAD en de waardebepaling van aandelen, opgenomen in de bundel '*Geld en Onderneming*', Leiden, 1976.

Tweede Kamer der Staten-Generaal:

- *Regeling van de vermogensaanwasdeling* (Wet op de vermogensaanwasdeling), zitting 1975-1976, kamerstuk no. 13965:
 - nr. 2, ontwerp van wet,
 - nr. 3, memorie van toelichting,
 - nr. 4, verslag van een openbare hoorzitting,
 - nr. 5, nota van verbetering,
 - nr. 6, voorlopig verslag,
 - nr. 7 memorie van antwoord,
 - nr. 8, nota van wijzigingen,
 - nr. 9, gewijzigd ontwerp van wet,
 - nr. 10, eindverslag.
- *Regeling van de vermogensaanwasdeling* (Wet op de vermogensaanwasdeling), zitting 1977-1978, kamerstuk no. 15007:
 - nr. 2, ontwerp van wet,
 - nr. 3, memorie van toelichting,
 - nr. 4, brief van de ministers van Sociale Zaken, van Economische Zaken en van Financiën en van de staatssecretaris van Financiën,
 - nr. 5, verslag van een openbare hoorzitting,
 - nr. 6, voorlopig verslag.
- *Interimwet belasting op vermogensaanwas en collectieve vermogensaanwasdeling*, zitting 1978-1979, kamerstuk no. 15316:
 - nr. 2, ontwerp van wet,
 - nr. 3, memorie van toelichting,
 - nr. 4, voorlopig verslag.
- *Bedrijfstakverkenningen*, zitting 1977-1978, kamerstuk no. 14805.
- *Miljoenennota 1978*, kamerstuk no. 14800.
- *Miljoenennota, 1980*, kamerstuk no. 15800.

Vakcentrales, *Bezitsvorming door vermogensaanwasdeling*, rapport van een studietoelichting uit de drie vakcentrales NVV, NKV, CNV, Utrecht, 1964.

Vakcentrales, *Van Antwoord Dienend, kritiek en repliek*, rapport van een studietoelichting uit de drie vakcentrales NVV, NKV, CNV, Utrecht, 1966.

Vereniging Effectenbescherming, VAD, deel I, *Economisch bekeken*, Den Haag, 1975.

Vereniging Effectenbescherming VAD, Deel II, *Economische en juridische repliek*, Den Haag, 1976.

Vermogensaanwasdeling, Themanummer *Weekblad voor fiscaal recht*, 16 september 1976.

Vijn, R. M., Vermogensaanwasdeling, winst en eigen vermogen, *Economisch Statistische Berichten* 19 april 1978.

Werkgeversverbonden, *Wegen naar bezitsvorming*, rapport van een commissie van de Raad van Nederlandse Werkgeversverbonden, Den Haag, 1965.

- Weston, J. F., Asset expansion decisions in the framework of the capital asset pricing model, *Bedrijfskunde*, jaargang 48 no. 3.
- Weston, J. F., en E. F. Brigham, *Managerial finance, sixth edition*, Eastbourne, 1978.
- Wytzes, H. C., *Ondernemingsfinanciering*, Leiden, 1978.

Summary

Capital Gains Sharing in the Netherlands: Some Financial Aspects.

In 1976 the Dutch government proposed a bill regulating the sharing of capital gains, the Capital Gains Sharing Act (CGS, in Dutch : VermogensAanwasDeling, VAD). According to this bill, workers have the legal right to a part of the capital growth of all firms liable to tax under the Corporation Tax Act. Capital growth is considered to be the fiscal profits after taxes, less a number of corrections, the most important of which is an allowance for the equity funds employed in the firm. The equity funds are considered to be the fiscal capital after some corrections, including a revaluation with respect to the inflation of certain kinds of assets.

The allowance for the equity funds is set at the average effective yield of a number of government bonds plus two percentage points as a risk premium.

In 1978 the new Dutch government withdrew this bill and introduced two new bills concerning the CGS, one regulating a CGS system for the individual worker and the other a collective CGS system for all workers who are not civil servants.

In Chapter 1, 'Capital Gains Sharing' is defined and a short summary of the study is given. Usually we speak of a CGS system if the workers are entitled to a part of the 'excess profits' of their company which they are not allowed to consume. 'Excess profits' are the net profits after deduction of a 'normal', or minimal required return for the equity funds invested in the company.

In Chapter 2 the most important CGS systems proposed in the Netherlands after World War II are discussed. There we stress the financial aspects regarding the determination of the profits and the normal allowance for the equity funds.

In Chapter 3 we present a review of (proposals of) recent CGS systems in France, Germany, Denmark, U.K. and Sweden. Only in France is a CGS system actually at work (implemented in 1967).

In Chapter 4 we compare the most important CGS systems proposed in the Netherlands with a view to their possible yield to the workers. In this, we use a fictitious representative company, of which the balance sheet is that of the average Dutch company quoted on the Amsterdam Stock Exchange. Our conclusion is that the more recent the CGS proposal, the smaller the possible yield to the worker.

In Chapter 5 we estimate the total CGS return for the whole Dutch economy according to the government proposals. We find that the official estimates, although not very high, are still too optimistic. According to the most recent proposals, we estimate the total CGS return for 1977 at approximately 200 million Dutch guilders, as compared to a government estimate of 210 to 270 million. The greater part of this is due to the exploitation of the natural gas resources. But all the figures are very uncertain, due to the lack of reliable data.

Chapter 6 and 7 deal with the determination of the 'excess profits'. First we try to estimate the rate of return required by the owners of the equity funds, the shareholders, and we compare this rate with the allowance for the equity funds proposed in the CGS bills. In this chapter, the 'Gordon-Shapiro growth model' as well as the 'Capital-Asset-Pricing-Model' are used. We analyse here also the possible influence of the proposed CGS system on the rate of return required by the shareholders.

Further we criticize the way proposed in the bills to determine the 'excess profits' according to modern ideas about inflation and current cost accounting. We develop an alternative concept of determining capital gains which has some advantage over the system proposed in the bills. The various systems are illustrated, using the figures of the fictitious company from Chapter 4.

In Chapter 8 we analyse the consequences for determining excess profits in the possible introduction of an 'inflation-neutral' tax system as proposed in the Netherlands by Professor H. J. Hofstra. We present a possible way to determine the capital gains under such a tax system and illustrate this concept using, again, our fictitious representative company.

In Chapter 9 we study the possible amount of CGS an individual company will have to pay according to the most recent CGS proposals. We relate this amount to the size of the equity funds of the company and to the profits available to the shareholders. The most important factor influencing the amount of CGS due by a company appears to be the revaluation of the equity funds proposed in the bills. Considering this factor and taking into account the available data on fiscal profits, most companies are not likely to have excess profits in the sense of the CGS bills and therefore will not have to pay any CGS at all.

In Chapter 10 the possible influence of the CGS on the (market-) value of the shares is investigated. We use the concept here that the value of the shares equals the present value of the dividends to the shareholders. Formulas determining this value under different CGS systems and for the various ways the CGS can be paid out by the company (cash, shares and so called 'CGS bonds') are derived. The discount rate used is supposed to be dependent on the profitability of the firm and on the growth of the equity funds. We developed computer programs to calculate the possible effects on the value of the shares of the various proposals and forms of paying the CGS.

Our main conclusion is that the influence of the proposed CGS systems on the share prices of most companies will be very low, if not nil. The effects will be greater when the CGS is paid out in cash or shares and smaller when 'CGS bonds' are used. Again the effects will be smaller for the more recent CGS proposals, and the revaluation of the equity funds is the most important factor diminishing the effect of the CGS on the value of the shares.

Using the formulae derived and the computer programs developed, we calculate in Chapter 11 the possible effects of the proposed CGS systems on the financial structure of enterprises. We calculate the possible proportion of the equity funds due to the CGS in possession of the workers after 10 and 25 years. The part of the workers is expressed as a percentage of the book value and of the market value of the equity funds. The conclusions are similar to those regarding the possible effects on the value of the equity funds.

The last chapter presents some concluding statements concerning possible positive effects of the CGS on the profitability of the firm; the influence on the size of investments by companies; the totals of corporate taxes and CGS; and who carries the burden of the CGS. The chapter concludes with a summary of the main points of the study.

STELLINGEN

1

In het kader van de steunverlening aan bedrijven die te kampen hebben met tijdelijke financieringsproblemen verdient het verstrekken van 'risicoleningen' de voorkeur boven het huidige systeem van achtergestelde leningen met een vaste rente gebaseerd op de marktinterestvoet ten tijde van verstrekking van de lening.¹

1. Duffhues, P. J. W., De risicolening als substituut voor de achtergestelde lening, Bank- en effectenbedrijf, augustus 1978.

2

De uitspraak van Wemelsfelder² dat onder de door hem gemaakte vooronderstellingen de financiering van investeringen in een zelfbesturend bedrijf, waar de bedrijfsgenoten geen aanspraak kunnen maken op de hoofdsom, in vergelijking tot de financiering in een kapitalistisch bedrijf, in termen van het zogenaamde Pareto-optimum inefficiënt is, is onjuist. Via de kapitaalmarkt kunnen besparingen van de bedrijfsgenoten indirect door het bedrijf worden geleend, waardoor hetzelfde optimum bereikbaar is.

2. Wemelsfelder, J., Kapitaalsvoorzieningsproblemen in een op arbeiderszelfbestuur gebaseerde industrie, het voorbeeld van Joegoslavië, Economist, jaargang 121, no. 2.

3

Indien een onderneming gebruik maakt van produktiemiddelen die in het verleden zijn aangeschaft tegen een lagere prijs dan de huidige aankoopprijs, dan heeft zij een voordeel t.o.v. een onderneming die dezelfde produktiemid-

delen nu tegen de huidige prijs aanschafft. Dit voordeel dient in de winst tot uitdrukking te komen. Omdat dit bij de winstbepaling volgens het vervangingswaardestelsel niet geschiedt, is dit stelsel minder geschikt voor de jaarlijkse winstbepaling van de onderneming en verdient een winstbepaling op basis van historische kosten de voorkeur.

4

De betekenis van de winstbepaling volgens het vervangingswaardestelsel is dat de onderneming daardoor uit de cash flow voldoende middelen reserveert om te zijner tijd tot vervanging van haar produktiemiddelen te kunnen overgaan. Dit impliceert dat het vervangingswaardestelsel niet louter een winstbepalingssysteem is, maar een stelsel ter bepaling van het uitkeerbare deel van de cash flow dat beoogt een oplossing te bieden voor het *financieringsprobleem* dat ondernemingen ondervinden ten gevolge van een stijging van de prijzen van de produktiemiddelen.

5

Uit het feit dat het vervangingswaardestelsel een oplossing beoogt te bieden voor het financieringsprobleem dat ondernemingen ondervinden door de stijging van de prijzen van hun produktiemiddelen volgt dat een dergelijk systeem slechts relevant kan zijn indien en voor zover een onderneming met eigen vermogen wordt gefinancierd. Voor ondernemingen die grotendeels met vreemd vermogen worden gefinancierd, zoals bijv. openbare nutsbedrijven en ziekenhuizen, is een kostprijsberekening en/of winstbepaling op basis van vervangingswaarde dan ook niet relevant. Ondanks het feit dat deze gedachtengang reeds lang in de bedrijfseconomische literatuur bekend is, wordt hij ten onrechte nog steeds door sommigen als onjuist beschouwd.³

3. Bijv. door G. L. Groeneveld in: Limperg/Groeneveld, Waarde, winst en jaarrekening, Deventer 1979.

6

Als macro-economische maatstaf voor de rendementspositie van de bedrijven wordt veelal het complement van de arbeidsinkomensquote gebruikt. Deze is daarvoor echter slechts in zeer beperkte mate geschikt aangezien daarin de

gevolgen van mutaties in de rentestand en in de mate waarin ondernemingen gebruik maken van de hefboomwerking van de financiële structuur niet tot uitdrukking komen.

7

Het systeem van inflatieneutrale belastingheffing, zoals dat is voorgesteld door prof. mr. H. J. Hofstra,⁴ is ten onrechte niet in uitvoering genomen.

4. Hofstra, H. J., Inflatieneutrale belastingheffing, rapport uitgebracht aan de minister van Financiën, Den Haag, 1978.

8

Een juiste alternatieve benaming voor 'macro-economie' is 'politieke economie'.

9

Het is onjuist de toeneming van het aantal studenten aan de economische faculteit van de Katholieke Hogeschool te Tilburg verheugend te noemen waar deze toeneming grotendeels het gevolg is van een verlenging van de feitelijke studieduur.

10

De verwijzing naar 'een computerfout' wordt vaak misbruikt om een eigen falen te verbergen.

11

Slechts uit de aardgasopbrengsten en uit de toename van de waarde van de goudvoorraad bij De Nederlandsche Bank is een VAD van enige omvang mogelijk.

Een holle VAD klinkt het hardst.

Bibliotheek K. U. Brabant



17 000 00803513 2

5722

ISBN 90 207 0963 1
D/1980/2525/12